

# IL RISPARMIO

Anno LXV - n. 1 Gennaio - Marzo 2022

Rivista trimestrale di Acri

Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



01



# IL RISPARMIO

## **Editor**

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

## **Administrative Editor**

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

## **Editorial Board**

Gino Gandolfi (University of Parma)

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*"Il Risparmio Review" is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,  
the electronic indexing and abstracting service  
of the American Economic Association*

## **Redazione**

Via del Corso, 267 - 00186 Roma

Tel. 06 68184387 - Fax 06 68184223

[elisabetta.boccia@acri.it](mailto:elisabetta.boccia@acri.it)

[www.ilrisparmioreview.it](http://www.ilrisparmioreview.it)

[www.acri.it](http://www.acri.it)

Codice ISSN 0035-5617 (print)

Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati  
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.  
La produzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

# PERCHÈ E COME RICAPITALIZZARE LE PMI ITALIANE DOPO IL COVID-19?

*WHY AND HOW THE ITALIAN SMES SHOULD  
BE RECAPITALIZED AFTER COVID-19?*

## **Angelo Bonissoni**

Studio CBA

[angelo.bonissoni@cbalex.com](mailto:angelo.bonissoni@cbalex.com)

## **Valentina Catapano**

Università degli Studi di Padova & CRIEP  
University of Padua & CRIEP

[valentina.catapano@unipd.it](mailto:valentina.catapano@unipd.it)

## **Luciano Greco**

Università degli Studi di Padova & CRIEP  
University of Padua & CRIEP

[luciano.greco@unipd.it](mailto:luciano.greco@unipd.it)

## **Amedeo Pugliese**

Università degli Studi di Padova & CRIEP  
University of Padua & CRIEP

[amedeo.pugliese@unipd.it](mailto:amedeo.pugliese@unipd.it)

La crisi connessa alla diffusione del COVID-19 ha comportato una significativa espansione dell'indebitamento bancario delle PMI italiane, in parte favorita dall'espansione delle garanzie statali. Se la tempestività e l'ampiezza dell'intervento hanno consentito di limitare gli effetti economici immediati della pandemia, è opportuno sottolineare il rischio concreto che l'eccessivo indebitamento delle imprese possa rappresentare un ostacolo significativo al rilancio economico dell'Italia. In questo articolo, proponiamo un intervento di sistema non convenzionale che, attraverso un'innovativa gestione dell'attuale congiuntura, avrebbe i seguenti benefici: a) salvaguardare il sistema produttivo italiano, favorendo un approccio industriale, anziché meramente finanziario, al problema; b) irrobustire e strutturare il mercato del capitale di rischio delle PMI nel nostro Paese e

conseguire il riequilibrio strutturale del rapporto tra capitale di rischio e debito delle imprese italiane; c) ridurre il rischio derivante da una crisi dell'economia reale che si potrebbe ripercuotere sul sistema finanziario e sulla finanza pubblica. La costituzione di un fondo nazionale di fondi territoriali e settoriali, coordinata dallo Stato e realizzata con l'intervento di operatori istituzionali e di mercato, consente di intervenire attivamente nella gestione delle aziende in crisi attraverso la tecnica del *dip financing*. In particolare, lo schema proposto permette di: a) convertire i crediti bancari (con o senza garanzie statali) verso le imprese in difficoltà in capitale di rischio o altri strumenti finanziari subordinati; b) sostenere con ulteriori capitali e competenze manageriali i necessari processi di riconversione delle imprese aderenti alla procedura di ricapitalizzazione e ristrutturazione.

**Parole chiave:** Unlikely-to-pay loans, Non-performing loans, Garanzie statali, Partenariati pubblico-privati, Ristrutturazione delle imprese.

The crisis triggered by the COVID-19 outbreak has caused a significant expansion of the bank debt of Italian SMEs, to some extent fostered by state guarantees. This intervention has made it possible to counter the economic impact of the pandemic, but on the medium-long term it may also hamper Italy's economic recovery. In this paper, we propose a systemic intervention that catches the opportunities that arise from an innovative management of the current economic situation in order to: a) safeguard the Italian productive system implementing an industrial approach, rather than a purely financial approach; b) strengthen and restructure the Italian capital market for SMEs aiming at a structural rebalancing of the debt-equity ratio of Italian companies; c) reduce

the possible contagion from a crisis in the real economy to financial system and public finance. We propose to establish a national fund of territorial and sectoral funds which should pursue the restructuring and recapitalization of firms by dip financing techniques. Such a scheme should be coordinated by government and financed by institutional and market operators. The proposed scheme would implement two important tasks: a) the conversion of bank loans (with or without government guarantees) to business facing crisis into equity or other subordinated financial instruments; b) support with additional capital and managerial skills to the turnaround processes of businesses joining the recapitalization and restructuring procedure.

**Keywords:** Unlikely-to-pay loans, Non-performing loans, State guarantees, Public-private partnerships, Business restructuring.

 1. INTRODUZIONE

La crisi economico-finanziaria innescata dalla pandemia di COVID-19 produrrà effetti profondi e duraturi sul tessuto produttivo e, per riflesso, sul settore bancario e sulla finanza pubblica italiana (De Socio et al., 2020). La crisi ha impatti economici, oltre che finanziari, sulle aziende perché ne altera le condizioni di equilibrio: la contrazione dei ricavi in seguito alla sospensione delle attività produttive, a fronte di costi difficilmente comprimibili, comporta non solo problemi di liquidità ma anche ingenti perdite ed erosione patrimoniale nei bilanci 2020.

Il confronto tra la stima dei risultati economico-finanziari delle società italiane nel 2020 rispetto all'anno precedente rivela che gli effetti della crisi pandemica sui bilanci 2020 delle imprese, in assenza di interventi governativi, sarebbero stati molto negativi<sup>1</sup>. Infatti, a una contrazione media dei ricavi del 13% si rileva una meno che proporzionale riduzione dei costi del 9%, con un effetto molto significativo in termini di calo della redditività (-168%) e riduzione del patrimonio netto (-6%). Quest'ultimo dato è particolarmente importante per gli effetti sistemici: le imprese con patrimonio netto negativo salgono dal 6% nel 2019 al 20% nel 2020 e complessivamente le società sottocapitalizzate<sup>2</sup> passano dall'11% nel 2019 al 26% nel 2020 (per un totale di 153.681 imprese). Gli effetti reali di una potenziale esplosione del numero di società in difficoltà patrimoniale sono significativi sia per il numero dei dipendenti coinvolti, che aumentano da 229.149 a rischio nel 2019 a 1.383.030 a rischio nel 2020, che per il sistema bancario, dato che l'esposizione debitoria delle società in difficoltà supera i 68 miliardi nel 2020 rispetto ai 23 miliardi del 2019 (Buchetti et al., 2021).

---

1 A partire dal contributo di Carletti et al. (2020), abbiamo esteso l'analisi a un campione di 586.076 imprese italiane per le quali sono disponibili i dati di bilancio dell'esercizio 2019 e che ben rappresenta la struttura settoriale ed economico-patrimoniale delle società italiane. Le tre ipotesi di fondo per la stima dei dati di bilancio sono relative alla dinamica dei ricavi, dei costi operativi e alla gestione non-operativa nel 2020: a) i ricavi 2020 sono stimati sulla base dei ricavi 2019, al netto della variazione settoriale osservata al termine del 2020 (MEF - Dipartimento delle Finanze - Aprile 2021); b) per la stima dei costi operativi 2020 per ciascuna società, partiamo dai costi operativi riportati nel 2019 e applichiamo il coefficiente di flessibilità dei costi rispetto alla variazione dei ricavi 2020; c) la gestione non-operativa nel 2020 replica quella osservata nel 2019.

2 Le società sottocapitalizzate hanno patrimonio netto al di sotto dei minimi legali rispetto alla forma giuridica adottata.

Per arginare le più gravi conseguenze su lavoratori e imprese e preservare la capacità produttiva, tra marzo 2020 e luglio 2021 il Governo italiano ha realizzato una consistente e articolata manovra di espansione fiscale finanziata in larghissima misura con maggiore indebitamento pubblico e, soprattutto nei primi mesi della pandemia, con un'emissione di garanzie pubbliche a favore delle imprese di dimensione eccezionale (MEF, 2021). I provvedimenti del Governo erano essenzialmente orientati a garantire l'ampliamento dell'esposizione debitoria delle imprese e ad assorbire parte del peggioramento dei margini operativi attraverso diverse forme di cassa integrazione, contributi in conto esercizio e in conto capitale con diverse finalità specifiche. L'ampliamento del ricorso all'indebitamento, favorito dalle garanzie pubbliche, aveva lo scopo di assicurare un flusso di liquidità finalizzato a fronteggiare gli effetti immediati della crisi, consentendo altresì il ricorso a moratorie per i debiti finanziari già in essere.

Queste misure, indubbiamente necessarie nell'immediato, comportano una serie di controindicazioni nel medio e lungo termine (G30, 2020), alle quali si deve aggiungere un rischio specifico per l'Italia e per tutti i Paesi con problemi strutturali che caratterizzano le imprese (e parte del sistema bancario), quali l'alto indebitamento e, in generale, la fragilità della struttura finanziaria e patrimoniale (OECD, 2021). Infatti, l'ampliamento del ricorso all'indebitamento delle imprese ha aggravato lo squilibrio patrimoniale nel rapporto dei mezzi propri rispetto ai mezzi di terzi, che caratterizza da diversi anni un'ampia fetta delle attività produttive italiane e, per questa via, rischia di riacutizzare il problema dei crediti deteriorati del settore bancario (Banca d'Italia, 2021a)<sup>3</sup>.

L'esperienza del nostro Paese nella crisi 2008-2012 evidenzia come il circuito vizioso tra peggioramento degli squilibri finanziari delle imprese e deterioramento della stabilità del settore bancario costituisca un ulteriore rischio sistemico per gli effetti sull'economia reale e per gli ulteriori riflessi che avrà sulla finanza pubblica (Banca d'Italia, 2021b). È opportuno sottolineare che, rispetto all'esperienza del 2008-2012, nella situazione attuale oltre all'impatto indiretto della crisi sulla finanza pubblica, attraverso la contrazione delle entrate e l'espansione delle spese, si manifesterà un impatto diretto (sebbene differito), per effetto dell'inedita estensione di garanzie pubbliche sui crediti bancari<sup>4</sup>.

Non va, infine, sottovalutato un ulteriore rischio. Come è noto, il nostro Paese è affetto, da almeno un quarto di secolo, da una strutturale caduta della produttività totale dei fattori. Diversi autorevoli studi corroborano l'idea che i principali elementi che contribuiscono al deficit di produttività dei Paesi periferici dell'Eurozona e, in particolare, dell'Italia vadano ricercati, oltre che in problemi sistemici che affliggono tutte le imprese (ad esempio, la complessità del sistema tributario, l'inefficienza della pubblica amministrazione e la lentezza dei procedimenti giudiziari), nelle caratteristiche strutturali delle singole imprese che sono all'origine dell'eterogeneità nella loro performance e, in particolare, la struttura patrimoniale (Calligaris et al., 2016;

---

3 Il peggioramento del merito di credito delle imprese il cui indebitamento bancario è garantito dallo Stato pone, peraltro, un problema di futura contabilizzazione nei bilanci delle banche dei crediti deteriorati. Infatti, un credito deteriorato ma con garanzia sottostante dello Stato comporta solo una dilazione finanziaria. Su questo aspetto, gli organismi di contabilità non si sono ancora espressi, ma è probabile che sia un fattore di ulteriore complicazione degli effetti delle garanzie pubbliche sui bilanci bancari e sulla finanza pubblica.

4 Nell'esperienza dell'ultima crisi, la garanzia dello Stato sui bilanci bancari era, ovviamente, implicita e ha consentito ai diversi governi di regolare le soluzioni ex post.

Gopinath et al., 2017). Alla luce di queste considerazioni e, soprattutto, dell'esperienza post-crisi 2008-2012, l'estensione delle garanzie pubbliche rischia di produrre, nel medio e lungo periodo, l'effetto perverso di comprimere ulteriormente la competitività del nostro Paese, attraverso il peggioramento degli squilibri finanziari delle imprese.

Alcune misure volte a favorire la patrimonializzazione delle imprese, introdotte dal Governo italiano sin da maggio 2020 e, più recentemente, da alcuni governi regionali, vanno nella direzione più adeguata a risolvere in maniera strutturale i problemi aggravati dalla crisi attuale. Tuttavia, per l'eccessiva articolazione degli interventi e per la loro insufficiente dimensione finanziaria, queste misure sono probabilmente inadatte a compensare l'impatto complessivo della crisi sull'assetto finanziario delle imprese e soprattutto delle piccole e medie imprese (PMI) e, nel medio termine, del settore bancario e sulla finanza pubblica (Banca d'Italia, 2020; Confindustria, 2021). L'insufficienza dell'intervento a favore della capitalizzazione delle imprese rischia, peraltro, di compromettere l'efficacia delle stesse misure incluse nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

Il sostegno statale alla ricapitalizzazione delle imprese italiane pone anche ulteriori problemi connessi, da un lato, a ineludibili scelte distributive e, dall'altro, al rischio – molto concreto considerata l'esperienza recente di intervento pubblico in grandi imprese – che il sostegno statale in centinaia di migliaia di imprese travalichi i legittimi obiettivi di politica industriale, ambientale e di sviluppo e si traduca in un'indebita ingerenza diretta degli attori politici nelle scelte di allocazione delle risorse, che potrebbe comportare ulteriori perdite di produttività nel lungo termine.

Le considerazioni precedenti evidenziano come un intervento di sistema finalizzato a favorire la ricapitalizzazione delle imprese sia oltre che una pressante necessità, anche un'importante opportunità per porre rimedio ad alcuni problemi strutturali del tessuto produttivo italiano, con particolare attenzione alle PMI. Infatti, l'esigenza di ricapitalizzare le imprese con il supporto diretto e indiretto della finanza pubblica può consentire di intervenire in profondità e con rapidità sul problema dell'alto debito delle PMI e, allo stesso tempo, di stimolare efficacemente i processi di aggregazione e riconversione produttiva che limitano da molti anni (certamente ben prima della crisi del 2008) la crescita della produttività italiana.

Per cogliere l'opportunità di rilanciare la crescita e la resilienza del tessuto produttivo italiano, in linea con gli obiettivi del PNRR, in questo lavoro proponiamo un intervento straordinario e di sistema per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione delle imprese (sezione 2) capace di raggiungere i seguenti obiettivi generali:

1. contenere l'incertezza sulla finanza pubblica, attraverso il disegno di una strategia di uscita dall'attuale vasto programma di garanzie pubbliche sui crediti bancari alle PMI e la definizione delle risorse pubbliche che, su un orizzonte pluriennale, andranno a sussidiare direttamente o indirettamente la ricapitalizzazione delle imprese italiane;
2. ridurre in maniera consistente l'indebitamento (anche pre-COVID-19) delle imprese italiane, valorizzando le capacità imprenditoriali ma correggendone le principali insufficienze dal punto di vista della competitività, in particolare attraverso un processo di managerializzazione che porti a modifiche nel modello di business, laddove necessario;



3. coinvolgere il settore finanziario e bancario (senza aumentare il ricorso all'indebitamento bancario delle imprese) che, dal successo di una simile operazione, trarrebbe ulteriori vantaggi di consolidamento patrimoniale, prevenzione dei rischi sistemici e miglioramento delle prospettive di redditività associate ai crediti verso le imprese che attualmente si trovano in difficoltà economiche, finanziarie e patrimoniali.

La sezione 3 analizza le recenti misure adottate dal Governo italiano, evidenziando le criticità di un approccio non sistematico e, per converso, la necessità di un intervento di sistema. La sezione 4 contiene alcune considerazioni conclusive.

## 2. IL DISEGNO DI UN INTERVENTO DI SISTEMA

**A**ndando oltre il problema dell'assorbimento degli effetti immediati del COVID-19 sui bilanci delle imprese, in questo lavoro proponiamo un intervento di sistema (di seguito "schema"). Lo schema, illustrato nella Figura 1, dovrà favorire, mediante norme tese a integrare e completare il quadro normativo nazionale ed europeo esistente<sup>5</sup>, una ricapitalizzazione consistente e accelerata delle imprese e soprattutto delle PMI, contribuendo a porre i presupposti per:

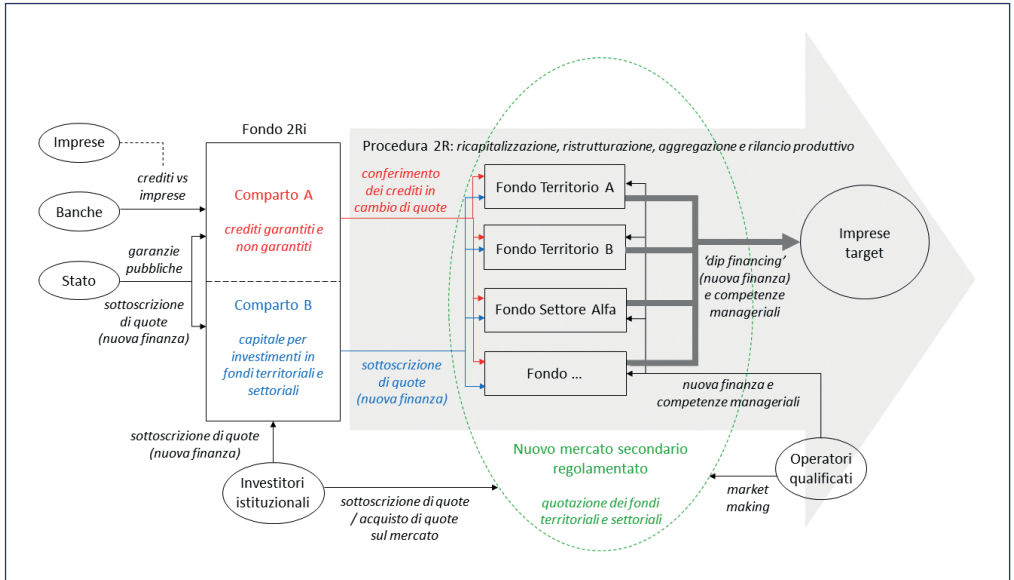
1. avviare i processi di ristrutturazione e aggregazione funzionali sia al mantenimento della capacità produttiva che al rilancio della produttività del tessuto imprenditoriale italiano e all'innovazione dei modelli di business;
2. modificare la struttura finanziaria delle imprese, riducendo l'esposizione debitoria complessiva verso il sistema bancario;
3. rafforzare la situazione patrimoniale delle imprese, favorendo un flusso regolare di capitale di rischio per le esigenze di investimento delle imprese nel tempo.

Nel lungo periodo, l'intervento di sistema favorirà la crescita della redditività delle imprese e, in generale, una migliore performance dei sistemi socioeconomici territoriali in termini di crescita del reddito, dell'occupazione, della competitività, della coesione sociale e del gettito fiscale.

---

<sup>5</sup> È necessario individuare un insieme di interventi di minor impatto sull'assetto normativo attuale che siano comunque efficaci, al fine di evitare di ricorrere a una riforma complessiva del quadro giuridico che potrebbe determinare un allungamento dei tempi di realizzazione dello schema delineato. In particolare, valorizzando la centralizzazione dei crediti delle singole banche nel "Fondo 2Ri", alcuni interventi normativi ad hoc potranno assicurare: procedure di ristrutturazione veloci; un processo decisionale in merito alle manovre di ristrutturazione estremamente breve; un risparmio di costi professionali delle procedure di ristrutturazione; un approccio prima industriale e poi finanziario, al fine di adottare le manovre industrialmente più appropriate anche a scapito dell'impatto finanziario sui creditori.

Figura 1: Schema pubblico-privato di ricapitalizzazione delle imprese



## 2.1. Il Fondo 2Ri

Lo schema si basa su un Fondo per la Ricapitalizzazione e la Ristrutturazione delle Imprese (di seguito “Fondo 2Ri”), costituito da Stato, banche, imprese e investitori istituzionali (a partire da quelli italiani e con sottoscrittori e asset in Italia, ad esempio, Cassa Depositi e Prestiti, fondazioni di origine bancaria, fondi pensione e casse di previdenza, fondi di investimento, ecc.) e gestito da una cabina di regia (di seguito “SGR di regia”).

Il Fondo 2Ri è strutturato in due compartimenti alimentati in modo diverso: nel comparto A, le banche conferiscono crediti verso imprese italiane sia garantiti (in tutto o in parte) dallo Stato che non garantiti<sup>6</sup>; nel comparto B, i diversi investitori istituzionali privati e pubblici conferiscono risorse finanziarie per sostenere con nuova finanza i processi di ristrutturazione delle imprese.

Lo Stato interviene nel Fondo 2Ri, anche attraverso sue articolazioni e nel rispetto della normativa europea sugli aiuti di Stato, con due strumenti. Da una parte, emette garanzie pubbliche, a partire dalla trasformazione delle garanzie già emesse nel corso dell’ultimo anno e mezzo, finalizzate a ridurre i rischi sulle partecipazioni nel comparto A del Fondo 2Ri<sup>7</sup>; dall’altra, investe nel comparto B del Fondo 2Ri, con un approccio di lungo termine e accettando rendimenti calmierati ma sempre a condizioni di mercato.

6 Il meccanismo descritto si estende ai soggetti finanziari ai quali le banche abbiano, nel frattempo, eventualmente ceduto i crediti (ad esempio, mediante operazioni di cartolarizzazione).

7 Questo strumento valorizza l’esperienza delle GACS (garanzie sulla cartolarizzazione delle sofferenze) degli scorsi anni.

## 2.1.1. La procedura di conferimento dei crediti bancari al Fondo 2Ri

Il conferimento dei crediti bancari al Fondo 2Ri richiede una procedura articolata che possiamo schematizzare come segue:

1. entro una finestra temporale prestabilita (ad esempio, un anno), ogni banca ha la facoltà di aderire allo schema, identificando i crediti da cedere al Fondo 2Ri sia garantiti che non garantiti dallo Stato, sulla base di criteri standard;
2. le imprese debtrici oggetto dell'ipotesi di cessione dei crediti sono chiamate a deliberare, attraverso i propri organi, entro una finestra temporale definita (ad esempio, tre mesi dalla proposta di intervento che dovrà essere formulata dalla SGR di regia a cui è affidata la gestione del Fondo 2Ri), se aderire alla *Procedura straordinaria di ricapitalizzazione e ristrutturazione* (di seguito "Procedura 2R"), introducendo, contestualmente alla decisione di adesione, tutti gli adeguamenti del proprio assetto giuridico eventualmente necessari per garantire il corretto funzionamento della Procedura 2R<sup>8</sup>;
3. per le imprese debtrici che hanno aderito alla Procedura 2R (di seguito "imprese target"), la banca conferisce al Fondo 2Ri i crediti ricevendo in cambio quote del Fondo stesso, il cui valore andrà definito e negoziato secondo criteri di *fair market value* e la cui rilevazione contabile e regolamentare (prudenziale) sia specifica e non risulti penalizzata anche grazie al ricorso a garanzie statali sul valore minimo;
4. per le imprese che non hanno aderito alla Procedura 2R, la banca potrà cedere i crediti anche a un veicolo di recupero dei crediti deteriorati: *unlikely to pay* (UTP) o *non performing loans* (NPL).

Come vedremo di seguito, l'intera procedura sarà guidata dalla SGR di regia. Inoltre, l'avvio e il buon funzionamento dello schema richiederanno norme apposite tese ad accompagnare e favorire l'investimento con un'ottica di medio e lungo termine e, in particolare, il conferimento dei crediti bancari<sup>9</sup>.

---

8 In particolare, la facoltà di trasformare i crediti in quote di partecipazione al capitale di rischio o altri strumenti finanziari partecipativi ovvero di debito subordinati, la sterilizzazione ad hoc delle norme sul gradimento dei soci, l'eventuale trasformazione della forma giuridica, ecc. La Procedura 2R potrà prevedere sia operazioni di aumento di capitale che l'emissione di strumenti finanziari di *quasi-equity*, finalizzati a ridurre l'indebitamento delle imprese fino a livelli fisiologici, iniettando liquidità e competenze manageriali funzionali alla creazione di valore.

9 Fanno indubbiamente parte degli strumenti tesi a incentivare l'investimento, in coerenza con la normativa sugli aiuti di Stato, le agevolazioni fiscali e/o meccanismi di garanzia statale per le banche che cedono i crediti e per gli investitori che apportano nuovo capitale di rischio, con un'ottica di investimento a medio e lungo termine, sottoscrivendo quote del Fondo 2Ri e dei "fondi territoriali e settoriali" descritti in seguito. Altri strumenti giuridici potranno rafforzare l'incentivo a aderire al Fondo 2Ri per le banche, per esempio: la prelazione a favore del Fondo 2Ri, laddove la banca creditrice intenda cedere o cartolarizzare il credito; la previsione di un meccanismo di "trascinamento" (*credit drag along*) che imponga alle banche di aderire allo schema quando così abbia determinato una maggioranza (più o meno qualificata) del ceto bancario, con riferimento ai crediti bancari verso ogni impresa che ha aderito alla procedura; fino ad arrivare all'ipotesi estrema, ma indubbiamente efficace, di "congelare" le azioni esecutive o cautelari in capo alla banca che non aderisce al Fondo 2Ri, con riferimento ai crediti verso le imprese che accettano l'avvio della procedura da parte di altri istituti bancari oppure con riferimento alle garanzie emesse dallo Stato sui crediti verso le imprese.

### 2.1.2. La determinazione del valore di cessione dei crediti

Uno degli aspetti cruciali ai fini del funzionamento dello schema è la definizione dei meccanismi di valutazione dei crediti oggetto di conferimento da parte delle banche. Dal processo di valutazione dei crediti dipenderà, infatti, il corrispettivo che ciascuna banca otterrà in termini di quote nel Fondo 2Ri a fronte dei crediti conferiti, l'estensione delle garanzie statali sul rendimento minimo delle quote stesse e, quindi, la convenienza per la singola banca a aderire allo schema sulla base dell'analisi rischio-rendimento atteso.

Il processo di valutazione dei crediti non può esulare da una serie di considerazioni di natura contabile, industriale (relative sia alla banca conferente che all'impresa target), fiscale e giuridico-regolamentare; altresì, deve necessariamente tener conto delle peculiarità del sistema produttivo e della contingenza che conferisce all'intervento un carattere di straordinarietà, a fronte della crisi economico-finanziaria innescata dalla pandemia e caratterizzata da un imponente intervento pubblico a sostegno dell'economia.

I crediti oggetto di conferimento da parte delle banche possono essere assistiti da garanzia o meno<sup>10</sup>. I crediti assistiti da garanzia – variabile tra l'80% e il 100% dell'importo erogato – andrebbero valutati a un valore prossimo a quello nominale, soprattutto nell'ipotesi di *expiry date* entro i sei anni previsti dalla copertura della garanzia statale. Tuttavia, lo stesso debitore può avere molteplici posizioni ed esposizioni nei confronti del comparto bancario e, tra queste, anche posizioni non garantite (anch'esse oggetto di cessione). Nel processo di valutazione si dovrà tener conto della diversa natura dei crediti conferiti e dei diversi profili di garanzia, laddove interesse della banca è il risanamento (*back to bonis*) del debitore e dunque di tutte le posizioni comprese quelle non garantite.

I crediti privi di garanzia possono riguardare sia debitori che hanno solo posizioni non garantite che debitori che hanno sia posizioni garantite che non garantite. Pertanto, una parte cospicua dei crediti potenzialmente oggetto di conferimento sarebbe rappresentata da crediti privi di garanzia statale e verosimilmente erogati prima della crisi sanitaria. Per tale classe di crediti, l'identificazione dei modelli di valutazione risponde a un *trade-off* implicito tra l'esigenza di adottare un approccio standardizzato, da applicare alla maggioranza o tutte le posizioni cedute dalle banche, e la necessità di una valutazione ad hoc, che contemperi le diverse caratteristiche di imprese, settore e localizzazione geografica. Se per certi aspetti appare ovvio – per ragioni di fattibilità – che i modelli di valutazione debbano essere improntati ad approcci standard, risulta altrettanto difficile e superficiale il ricorso a strumenti valutativi uguali per crediti e aziende di dimensioni e in condizioni profondamente diverse ovvero appartenenti a settori merceologici diversi e particolari. Un compromesso che appare percorribile è prevedere un sistema di valutazione a matrice che preveda la formazione di gruppi di crediti omogenei per settore merceologico, per area geografica, per dimensione d'impresa e per valore contabile

---

10 Una distinzione tra le due classi di crediti è necessaria e risponde alle logiche proposte sia dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) che dalla Banca Centrale Europea. Il riferimento è al *Public Statement* dell'ESMA del 25 marzo 2020 "Accounting implications of the COVID-19 outbreak on the calculation of expected credit losses in accordance with IFRS 9", nel quale l'Autorità suggerisce alle banche di deviare – laddove opportuno – dagli stringenti modelli di valutazione dei crediti, secondo il principio contabile IFRS 9 nell'ipotesi di crediti supportati da garanzia statale (cosiddetti *credit enhancement*).

netto (o lordo)<sup>11</sup>. L'adozione di algoritmi standard per i crediti di piccole dimensioni o per diversi settori industriali o aree geografiche è in linea con la prassi consolidata, mentre sarà necessario adottare metodi più analitici per i crediti e le imprese di maggiore dimensione.

La maggior parte dei crediti deteriorati ceduti negli anni scorsi dal comparto bancario è costituita da posizioni NPL, diverse dagli UTP, e ha seguito lo schema tradizionale delle operazioni di cartolarizzazione. La diversa natura dei crediti UTP impone un approccio differente rispetto a quanto previsto per la gestione di NPL<sup>12</sup> (Carrière, 2020). Le operazioni di cessione di UTP che sono state realizzate sinora hanno interessato un selezionato portafoglio di aziende e unicamente i crediti cosiddetti strutturati o consolidati, restando esclusi i crediti rotativi (ad esempio, scoperti di conto corrente, anticipi fatture, anticipi *import-export* e crediti di firma) che restano normalmente presso le banche originarie, salvo casi particolari.

Il processo di valutazione dei crediti UTP destinati al conferimento è cruciale anche ai fini della trasformazione di una parte dell'attivo bancario costituito da crediti (assistiti o meno da garanzie statali) in forme di investimento di tipo *equity* nel Fondo 2Ri. Dopo il conferimento, le banche avranno nel proprio bilancio quote del Fondo e non più crediti verso lo Stato (o verso imprese, ma comunque garantiti dallo Stato). Questo processo è, peraltro, in linea con gli inviti delle Autorità monetarie europee alle banche di avviare una progressiva riduzione degli investimenti complessivi nei confronti degli Stati membri.

Per comprendere meglio il ruolo dei diversi attori nella complessa operazione di intervento statale per fronteggiare gli effetti del COVID-19 sul sistema economico-finanziario italiano, occorre tener presente che, attraverso il rilascio delle garanzie statali a supporto dei debitori, le banche hanno visto ridursi i propri rischi, pur mantenendo il credito UTP nel proprio bilancio e quindi i relativi flussi economici e finanziari<sup>13</sup>. Tuttavia, in base a una valutazione dei costi e dei rischi per le banche derivanti da un eventuale contenzioso con il soggetto garante, ma anche una valutazione relativa all'intera posizione debitoria comprendente anche crediti non garantiti, l'interesse di medio e lungo termine delle banche è il ritorno *in bonis* del debitore, che non può realizzarsi con schemi di cessione quali la cartolarizzazione che hanno per obiettivo l'escussione delle garanzie e l'esclusione dell'imprenditore con una procedura spesso lunga e onerosa.

Lo schema proposto ha l'obiettivo (e l'ambizione) di fornire una soluzione *ex ante* anche a questo importante problema di valutazione per i bilanci delle imprese in crisi, i bilanci bancari e la stabilità della finanza pubblica a medio e lungo termine.

---

11 Gli approcci che ricorrono a *net book value* (NBV) o *gross book value* (GBV) sono largamente consolidati nella prassi bancaria per la determinazione del valore di cessione dei crediti.

12 I crediti UTP riguardano posizioni "vive" cioè rappresentano aziende che il più delle volte hanno un eccessivo livello di indebitamento, ma che pur sempre generano ricavi e pagano stipendi. La gestione dei crediti deteriorati UTP si ispira a principi distinti rispetto a quelli dettati per i crediti in sofferenza NPL, sia per quanto riguarda il creditore sia per quanto riguarda il soggetto incaricato alla loro gestione. Con riferimento ai crediti UTP, tanto le banche quanto il gestore hanno come obiettivo comune il ritorno *in bonis* del debitore e non, invece, la sua liquidazione con l'escussione delle garanzie. Questo aspetto è saliente data la finalità dello schema proposto.

13 Una riduzione dei rischi si traduce per il sistema bancario in minori *risk-weighted assets* (RWA) e quindi, in ultima istanza, in maggiore patrimonio netto (contabile e regolamentare). Questo aspetto è riscontrabile nei bilanci 2020 delle banche italiane (Banca d'Italia, 2021b).

### 2.1.3. La politica di gestione del Fondo 2Ri

La gestione del Fondo 2Ri è affidata a una SGR indipendente sulla base di un regolamento che delinea un'articolata ma ben definita politica di gestione. In particolare, la SGR di regia si occuperà, da una parte, di selezionare, mediante una procedura competitiva trasparente, le SGR alle quali affidare la gestione dei crediti verso le imprese target facenti parte del comparto A del Fondo 2Ri (di seguito "SGR operative") attraverso il conferimento di tali attività finanziarie a fondi territoriali e settoriali in cambio di quote dei fondi stessi; dall'altra, di usare le risorse del comparto B del Fondo 2Ri per procedere all'erogazione di nuova finanza a supporto dei processi di ristrutturazione delle imprese target attraverso la sottoscrizione di quote dei fondi territoriali e settoriali, che si aggiungono a quelle ottenute attraverso il conferimento dei crediti.

Inoltre, la SGR di regia si occuperà di definire le linee guida che dovranno essere recepite dai regolamenti dei fondi territoriali e settoriali e, in particolare, i criteri di remunerazione delle SGR operative che gestiranno gli stessi fondi in modo da incentivare il perseguimento delle finalità istituzionali del Fondo 2Ri che, a loro volta, sono la traduzione degli obiettivi di politica industriale<sup>14</sup> ed eventuali ulteriori obiettivi di politica economica e sociale<sup>15</sup> dello schema, definiti in maniera chiara e misurabile.

Infine, la SGR di regia si occuperà di alienare il portafoglio delle quote nei fondi territoriali e settoriali, derivanti dai comparti A e B del Fondo 2Ri, entro un arco di tempo congruo ma ben delimitato (ad esempio, un decennio), massimizzando il rendimento sul capitale del Fondo 2Ri.

## 2.2. I fondi territoriali e settoriali

Le competenze manageriali e gli interessi degli operatori istituzionali e finanziari presenti nei diversi territori e filiere produttive difficilmente possono essere riprodotti e utilizzati con efficacia in una struttura centralizzata. Per sfruttare e valorizzare queste competenze e interessi, il Fondo 2Ri seleziona, mediante una serie di aste competitive, le SGR operative alle quali assegnare la funzione di costituire e gestire i fondi territoriali e settoriali<sup>16</sup> che sono finalizzati a realizzare i processi di ristrutturazione e ricapitalizzazione delle imprese target e operano secondo una logica di mercato. La scelta di delegare a numerosi fondi territoriali e settoriali queste funzioni riflette la caratteristica presenza di tante imprese piccole, medie e grandi dislocate sul territorio italiano, sottolineando la necessità di un'ordinata articolazione matriciale per la gestione delle imprese in crisi. Viceversa, l'utilizzo di un unico approccio valido per tutte le imprese, a prescindere dalla loro dimensione, tipologia e collocazione geografica, sarebbe destinato all'insuccesso.

È opportuno sottolineare che gli asset che costituiscono il comparto A del Fondo 2Ri, allocati ai fondi territoriali e settoriali, sono crediti (ex bancari) verso imprese target che

14 Per esempio, la crescita della capacità innovativa e della competitività delle imprese (in particolare, mediante il rafforzamento delle competenze manageriali e tecniche e operazioni di aggregazione e ristrutturazione del tessuto produttivo), la crescita del numero e della qualità dei posti di lavoro, il rafforzamento patrimoniale strutturale del tessuto imprenditoriale, ecc.

15 Per esempio, la transizione energetica, lo sviluppo territoriale diffuso e il rafforzamento di settori strategici.

16 Si tratta di istituzioni finanziarie assimilabili ad *asset management companies* regionali – simili agli strumenti evocati da Enria (2020) – con la differenza sostanziale che sono deputate alla gestione "industriale" (o ex ante) di crediti UTP, invece che alla gestione "finanziaria" (o ex post) di NPL.

necessitano di interventi di ricapitalizzazione, ristrutturazione, aggregazione e rilancio produttivo basati sull'apporto di nuove risorse finanziarie e competenze manageriali. L'approccio proposto, basato su SGR operative e fondi territoriali e settoriali, consente in particolare di adeguare i criteri di valutazione e gestione delle imprese alle loro specificità a partire dalla dimensione. Infatti, nelle imprese più piccole l'imprenditore non solo è sostanzialmente insostituibile ma spesso impossibile da affiancare. Quindi per queste aziende di piccole dimensioni ma numerose sarà necessario seguire modelli valutativi e di risanamento diversi da quelle di taglia maggiore.

Per realizzare le necessarie operazioni di trasformazione e rilancio della crescita delle imprese target (tipicamente piccole PMI), mediante l'identificazione di nuovi modelli di business e aggregazioni orientate alla crescita della competitività sui mercati internazionali, le SGR operative dovranno essere capaci di investire nelle imprese target nuova finanza reperita attraverso gli stessi fondi territoriali e settoriali. Come già evidenziato, una frazione della nuova finanza di questi fondi territoriali e settoriali deriverà dalla sottoscrizione di quote effettuata dallo stesso Fondo 2Ri, mediante l'allocazione di risorse provenienti dal comparto B del fondo stesso. Tuttavia, la maggior parte della nuova finanza che i fondi territoriali e settoriali saranno in grado di canalizzare nel rilancio del tessuto produttivo territoriale e nell'innovazione delle filiere produttive deriverà dalle sottoscrizioni di operatori finanziari territoriali o settoriali. L'ingresso del Fondo 2Ri nei fondi territoriali e settoriali è, comunque, subordinato all'adeguamento dei singoli regolamenti alle linee guida decise dalla SGR di regia, per allineare gli interessi dei fondi territoriali e settoriali a quelli del Fondo 2Ri, che, come descritto sopra, includono obiettivi di politica industriale, economica e sociale.

### 2.2.1. L'allocazione delle partecipazioni e del nuovo capitale ai fondi territoriali e settoriali

In base a un'analisi dettagliata dei crediti che costituiscono il comparto A del Fondo 2Ri (e delle corrispondenti imprese target), la SGR di regia potrà ripartire gli asset del comparto A in una serie di "lotti". Ciascuno di questi lotti, all'esito di un'asta competitiva, viene conferito al fondo territoriale o settoriale gestito dalla SGR operativa che ha vinto l'asta. La determinazione della SGR operativa che vince una singola asta avviene in base a due indicatori di valutazione delle proposte delle singole SGR candidate: la parte fissa del costo del servizio di gestione della SGR e la richiesta di sottoscrizione, con risorse a carico del comparto B del Fondo 2Ri, di ulteriori quote del fondo territoriale o settoriale gestito dalla stessa SGR.

La struttura del costo del servizio di gestione è definita ex ante dalla SGR di regia e viene recepita dai regolamenti dei fondi territoriali e settoriali gestiti dalle SGR operative. Essa si articola in una parte fissa – oggetto di valutazione anche nell'asta competitiva per la selezione delle SGR operative e dei fondi territoriali e settoriali – e una parte variabile collegata agli obiettivi di politica industriale, economica, ambientale e di sviluppo che la SGR operativa è impegnata a raggiungere nell'orizzonte temporale del mandato di gestione del fondo territoriale o settoriale<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> In coerenza con una prassi sempre più consolidata in ambito finanziario internazionale, una parte della remunerazione variabile dei gestori dei fondi dovrebbe essere ancorata al raggiungimento di specifici obiettivi

A conclusione della fase di selezione delle SGR operative e di costituzione dei fondi territoriali e settoriali, sia le attività finanziarie del comparto A che le risorse del comparto B del Fondo 2Ri saranno convertite in quote dei fondi territoriali e settoriali. In altri termini, il Fondo 2Ri opererà esclusivamente come “fondo di fondi”. Successivamente, la SGR di regia vigilerà sull’attuazione dei regolamenti dei fondi territoriali e settoriali, con i normali strumenti di un quotista, e gestirà la dismissione delle quote degli stessi fondi, con tempi e modi coerenti con il perseguimento degli obiettivi istituzionali del Fondo 2Ri.

### 2.3. Il nuovo mercato del capitale di rischio a supporto delle PMI italiane

A seguito dell’individuazione delle SGR operative e della sottoscrizione da parte del Fondo 2Ri delle quote dei fondi territoriali e settoriali, questi ultimi deterranno quote di partecipazione e altri strumenti finanziari nelle imprese target, derivanti dalla trasformazione dei crediti originariamente conferiti dalle banche al Fondo 2Ri e dall’investimento di nuova finanza. In altri termini, i fondi territoriali e settoriali affiancheranno e supporteranno i proprietari iniziali delle singole imprese target nella gestione della trasformazione e del rilancio delle stesse, impiegando le tecniche tipiche del *dip financing*<sup>18</sup>.

Per converso, il Fondo 2Ri non conserverà alcun controllo diretto sulle singole imprese target. Tuttavia, almeno nella fase iniziale dello schema descritto, il Fondo 2Ri è il principale sottoscrittore dei fondi territoriali e settoriali. Una volta assicurata la prospettiva economica e patrimoniale delle imprese target e poste le premesse per la ricostruzione del tessuto produttivo, assicurando il necessario supporto manageriale e finanziario e un congruo orizzonte temporale per la gestione del *turnaround*, è necessario individuare gli strumenti per dare “liquidità” al mercato delle quote dei fondi territoriali e settoriali e, quindi, delle stesse quote del Fondo 2Ri.

Un primo meccanismo che naturalmente genererà liquidità delle quote del Fondo 2Ri e dei fondi territoriali e settoriali è costituito dalle stesse garanzie statali sul rendi-

---

ambientali, sociali e di governance (ESG). Infatti, un numero crescente di società prevede l’introduzione di un sistema di remunerazione dei dirigenti connesso agli indicatori ESG. Al fine di migliorare il quadro normativo dell’Unione Europea in materia di governo societario incorporando considerazioni ESG nella remunerazione dei dirigenti, la Commissione Europea ha promosso una consultazione pubblica sulla *Sustainable Corporate Governance* (PRI, 2021). Inoltre, coerentemente con i requisiti previsti dal Regolamento UE 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), gli operatori finanziari dovrebbero diffondere informazioni su come le politiche di remunerazione siano coerenti con l’integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento.

<sup>18</sup> Considerato che l’asset fondamentale dello schema proposto sono i crediti deteriorati (UTP), che non sono (ancora) NPL, l’impresa target (debitore) ha rapporti di vario genere con il settore bancario, per natura, scadenza, garanzie. È importante sottolineare che i crediti che si riferiscono all’operatività quotidiana quali le *revolving credit facilities* (RCF, ad esempio, anticipi e sconti fatture, anticipi su lettere di credito, riba, ecc.), ma anche alla gestione dei crediti di firma (cosiddetta bondistica), al rilascio di lettere di credito, ecc. sono affidati e gestiti da banche o società autorizzate. Oltre ai limiti giuridici imposti dalla riserva di legge per questo genere di operazioni finanziarie, va tenuto conto che la gestione di quelle linee di credito richiede un particolare sistema informativo e infrastruttura IT che troviamo nelle banche ma non nei fondi. È pertanto necessario che tali attività, seppure trasferite (con specifiche e separate valutazioni), continuino a essere gestite da una banca, la cosiddetta *fronting bank* attraverso lo schema del “credito passante”. In questa prospettiva, è opportuno prevedere nello schema, da un lato, che le banche cedenti possano continuare a svolgere il ruolo di *fronting bank* e, dall’altro, individuare strutture bancarie che svolgano queste importanti funzioni quando la banca cedente non sia interessata a farlo.



mento minimo delle quote del Fondo 2Ri, derivanti dalla trasformazione delle garanzie già emesse sui crediti che costituiscono il comparto A del Fondo 2Ri, successivamente conferiti nei fondi territoriali e settoriali, e da eventuali ulteriori garanzie che si rendessero necessarie per favorire il funzionamento dello schema (ad esempio, per superare eventuali problemi connessi allo scambio tra crediti ceduti e quote del Fondo 2Ri nei bilanci delle banche).

Un secondo meccanismo è la quotazione dei fondi territoriali e settoriali su un “mercato secondario regolamentato” che assicuri un adeguato livello di liquidità mediante un sistema di *market making* basato sul coinvolgimento di operatori finanziari qualificati<sup>19</sup>. Nella misura in cui lo schema sia effettivamente in grado di assorbire e trasformare in quote di fondi tutti o parte prevalente dei crediti bancari deteriorati, l'obbligo di quotazione dei fondi territoriali e settoriali non dovrebbe creare effetti di “autoselezione” che potrebbero portare al fallimento dello schema stesso.

La liquidità del mercato secondario è un ingrediente essenziale dello schema in quanto, per un verso, favorisce nelle fasi iniziali l'afflusso di capitali da parte di diversi operatori finanziari e istituzionali ai fondi territoriali e settoriali e, quindi, anche al Fondo 2Ri; per un altro verso, rende trasparente e oggettivo ogni processo valutativo delle quote dei fondi territoriali e settoriali e, quindi, anche del Fondo 2Ri.

La creazione di un mercato secondario regolamentato e sufficientemente liquido per lo scambio delle quote dei fondi territoriali e settoriali consentirà alla SGR di regia di procedere alla “dismissione progressiva” delle quote del Fondo 2Ri nei fondi stessi in maniera efficiente. La dismissione potrà avvenire mediante un “mercato primario” strutturato attraverso aste o forme di collocamento sindacato. Per evitare di compromettere gli obiettivi istituzionali del Fondo 2Ri e della Procedura 2R, la SGR di regia procederà a una dismissione parziale, in modo da mantenere la maggioranza (o comunque una quota molto significativa) delle quote nei singoli fondi territoriali e settoriali, fino al completamento della maggior parte delle operazioni di ristrutturazione e rilancio delle imprese target. La rimanente parte delle quote dei fondi territoriali e settoriali sottoscritte dal Fondo 2Ri verrà dismessa alla conclusione dell'orizzonte di tempo della Procedura 2R (ad esempio, un decennio), per effetto della liquidazione dei fondi o, nei casi in cui questi fondi continuino a esistere, mediante operazioni di cessione sul mercato primario. La dismissione delle quote dei fondi territoriali e settoriali detenuti dal Fondo 2Ri consentirà di rimborsare progressivamente i sottoscrittori del Fondo stesso (sia del comparto A che del comparto B).

La creazione di un mercato secondario regolamentato dei fondi territoriali e settoriali consentirà, dopo il completamento della fase di *turnaround* per le singole imprese target, di sostituire negli assetti proprietari delle imprese ristrutturate gli stessi fondi con altri investitori a medio e lungo termine o altri soci industriali, rendendo strutturale l'ampliamento del ricorso al mercato del capitale di rischio per le PMI italiane.

Inoltre, lo stesso mercato secondario dei fondi dedicati alla gestione dei crediti deteriorati potrà giocare un ruolo, sebbene ridotto, anche dopo l'esaurimento dell'attua-

---

<sup>19</sup> Per esempio, si potrebbe strutturare un nuovo segmento del “Mercato degli *Investment Vehicles*” (MIV) di Borsa Italiana basato su un modello di *market making* teso a garantire un'adeguata regolazione della liquidità. Diversi modelli di *market making* possono essere funzionali a questo scopo, considerando l'esperienza italiana e internazionale.

le crisi. Infatti, il fenomeno dei crediti UTP, per quanto patologico a livello di singole imprese, è fisiologico (con maggiore o minore intensità) a seguito dei cicli economici avversi non solo nel nostro Paese (OECD, 2021). Pertanto, la presenza di un mercato regolato favorirà il trasferimento dei crediti bancari ai vari stadi di deterioramento in modo ordinario, evitando cioè l'accumularsi delle posizioni che tendono a trasformarsi in NPL con effetti perversi sul sistema bancario ed economico e assicurando alle imprese la presenza di interlocutori qualificati per affrontare il cambiamento dei modelli di business e alle banche il continuo mantenimento di un elevato livello di qualità dei propri attivi. Allo stesso modo, le imprese target con migliore merito di credito, troveranno la disponibilità di risorse finanziarie per investimenti a medio e lungo termine da parte di investitori qualificati che non sarebbero altrimenti interessati a investire nelle singole imprese target. Infine, un simile mercato sarebbe utile per prevenire il ricorso a ulteriori interventi straordinari dello Stato come quello descritto in questo lavoro o quelli attuati nel decennio scorso per favorire il risanamento dei bilanci bancari.

### 3. OPPORTUNITÀ E CRITICITÀ DI UN INTERVENTO DI SISTEMA

Lo schema proposto ha come obiettivo ultimo il risanamento dell'impresa senza ricorrere alla sottrazione (in via definitiva) dell'impresa all'imprenditore, consentendo il recupero del tessuto imprenditoriale in modo che possa continuare a esprimere le proprie peculiarità e caratteristiche. Infatti, specialmente per le imprese artigianali di ridotte dimensioni, è difficile immaginare processi di managerializzazione che prevedano la sostituzione del piccolo imprenditore (a volte l'inventore) con un manager, con la conseguente scomparsa di produzioni tipiche e particolari.

L'intervento di sistema è motivato essenzialmente dai limiti dell'approccio fin qui utilizzato (paragrafo 3.1) ma il suo disegno deve attentamente valutare alcuni rischi che potrebbero emergere in fase di attuazione (paragrafo 3.2).

#### 3.1. I limiti di un approccio non sistematico

Al fine di attenuare gli effetti della pandemia sull'economia e sulle imprese, il Governo ha introdotto una serie di misure finalizzate a mitigare l'impatto della crisi su redditività e patrimonializzazione delle imprese nel breve e medio termine. In particolare, le misure sono: a) l'erogazione di contributi a fondo perduto in conto esercizio, a parziale copertura dei costi e anche nella forma di riduzione degli oneri fiscali (mediante dilazione o cancellazione di alcuni tributi); b) il ricorso ad ammortizzatori sociali quali la cassa integrazione, con effetti analoghi ai contributi in conto esercizio; c) l'adozione di una serie di misure di sgravio fiscale o, nel caso delle imprese di maggiori dimensioni, di inter-

vento diretto dello Stato volte a favorire l'assorbimento delle perdite determinate dalla crisi mediante la ricapitalizzazione delle imprese; d) il potenziamento delle politiche di abbattimento dei debiti commerciali della pubblica amministrazione, già varate negli scorsi anni; e) la sospensione delle norme civilistiche in materia di obbligo di copertura delle perdite e, più in generale, di valutazione della continuità aziendale; f) l'estensione di alcuni di questi provvedimenti anche alle PMI e per periodi successivi al 31.12.2020; g) l'estensione di un'ampia garanzia pubblica sui debiti contratti dalle imprese con le banche al fine di non bloccare l'accesso al credito (Fondo di Garanzia).

Per comprendere gli effetti delle principali misure adottate dal Governo sui bilanci del 2020, consideriamo quattro interventi principali<sup>20</sup>: estensione della cassa integrazione COVID (ex DL 104/20); contributo *one off* a copertura delle spese per utilizzo di beni di terzi (ex DL 34/20); contributo *one off* a parziale ristoro delle perdite conseguite nel mese di aprile 2020 (ex DL 34/20); sospensione (facoltativa) degli ammortamenti di asset tangibili e intangibili (ex DL 104/20).

Stimando i costi per ciascun intervento e i benefici in termini di imprese salvate da potenziale default rispetto all'ipotesi in cui lo Stato non avesse supportato le imprese, dall'analisi si evince che gli interventi sono eterogenei in termini di natura (*cash-based* oppure contabili), costo complessivo per le finanze pubbliche e capacità di ridurre il rischio (sistemico) di default di imprese colpite dalla crisi pandemica. Tra gli interventi che hanno comportato un aiuto diretto (*cash-based*) alle imprese, la cassa integrazione è quello predominante in termini di spesa complessiva e con un effetto benefico significativo sia in termini di numero di società salvate da potenziale default sia in termini di dipendenti salvati. L'impatto delle altre due misure, relative al contributo per ricavi mancati nel mese di aprile 2020 rispetto al medesimo periodo del 2019 e alla copertura di costi fissi per beni di terzi nel trimestre aprile-giugno 2020, è limitato. La quarta misura è di natura "solo" contabile e consente alle società di sospendere e rimandare le quote di ammortamento nel 2020 agli esercizi successivi. Pur nella difficoltà di stimare quali e quante società decideranno di perseguire questa strada, abbiamo ipotizzato che le società che soffriranno una perdita nel 2020 ritarderanno gli ammortamenti: il costo per lo Stato deriva dal mancato gettito fiscale (gli ammortamenti restano fiscalmente deducibili), con un impatto significativo in termini di società salvate dal default e per numero di dipendenti salvati.

Nel complesso, gli interventi governativi considerati sono costati poco più di 49 miliardi, con un effetto significativo sia sulle società potenzialmente a rischio default, che si riducono del 28% (su un totale di 153.681), ma soprattutto in termini di dipendenti, perché circa il 40% (sui 1.383.020 considerati a rischio) sarebbe stato salvato dalle misure considerate.

Infine, per effetto delle misure introdotte dal Governo, una parte cospicua di questa maggiore esposizione debitoria verso le banche è garantita dallo Stato. Quindi, nei prossimi mesi e anni, una quota significativa del rischio di default delle imprese sarà a carico della finanza pubblica. Tuttavia, le misure adottate non saranno in grado di sterilizzare

---

<sup>20</sup> La scelta dei quattro interventi è dettata dalla loro rilevanza quantitativa, in termini di numero di società potenzialmente interessate, e dalla possibilità di stimarne gli effetti a livello micro di singola impresa per il 2020. Gli interventi di natura fiscale sono per definizione dilatati nel tempo, e per questo solo parzialmente rilevanti per le finalità qui perseguite.

la formazione di nuovi crediti bancari deteriorati, come evidenzia il dibattito europeo in materia di *asset management companies*.

L'estensione delle garanzie pubbliche<sup>21</sup> aveva lo scopo di favorire l'afflusso di liquidità alle imprese. Tuttavia, il ricorso massiccio alle garanzie pubbliche aggrava i problemi di agenzia che caratterizzano le relazioni finanziarie tra banche e imprese. Le banche hanno sfruttato questi provvedimenti per ridurre il rischio dei propri portafogli crediti – con effetti positivi sul patrimonio regolamentare – spostando a carico del bilancio dello Stato una parte consistente dei rischi che, in condizioni normali, avrebbero dovuto sopportare. Inoltre, le garanzie pubbliche possono aver attenuato gli incentivi delle banche a esercitare un'efficace analisi dei rischi sulle imprese finanziate oltretutto a perseguire efficaci iniziative di recupero del credito. L'effetto di questi comportamenti inoltre rende più incerti i tempi di emersione e la dimensione effettiva dell'onere dei provvedimenti adottati per la finanza pubblica (Banca d'Italia, 2021b).

L'analisi illustra come gli interventi emergenziali abbiano avuto effetti positivi, contribuendo nel breve periodo a evitare la perdita di capacità produttiva, imprese e posti di lavoro durante il 2020, accompagnati purtroppo da effetti collaterali prevalentemente finanziari che nel tempo non saranno sostenibili (G30, 2020). In primo luogo, un elevato impatto sull'accumulazione di debito pubblico che, sebbene consistente nel 2020, è solo parte dell'impatto di lungo periodo. Infatti, il peggioramento della situazione finanziaria delle imprese<sup>22</sup> e, quindi, la formazione di nuovi crediti UTP rischia di provocare nel breve e medio periodo la trasformazione di questi in nuovi NPL (Enria, 2020), con effetti a catena di limitazione dell'erogazione di credito alle imprese e alle famiglie e di assorbimento di risorse pubbliche, sia direttamente, quando le garanzie pubbliche verranno escusse per il default delle imprese, che indirettamente, per effetto del minor gettito derivante dalla tassazione di redditi di imprese e famiglie.

Un intervento di sistema finalizzato a ristabilire adeguate condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale delle imprese sarebbe funzionale, in particolare, a garantire l'efficacia del PNRR. Alcune misure già introdotte dal Governo italiano nel 2020 vanno in questa direzione<sup>23</sup>. Tuttavia, gli strumenti introdotti riguardano poco meno del 5% delle imprese e, più in generale, i numerosi interventi a favore del rafforzamento pa-

---

21 Questo intervento è stato realizzato, poco dopo l'attivazione delle misure di *lockdown*, mediante i DL 18/2020 (c.d. Decreto "Cura Italia") e 23/2020 (c.d. Decreto "Liquidità"), e rafforzato nei mesi successivi con i DL 34/2020 (c.d. Decreto "Rilancio") e 104/2020 (c.d. Decreto "Agosto") e in ultimo con la Legge di bilancio 2021 (L 178/2020). Secondo le stime ufficiali più recenti della "Task Force per le misure a sostegno della liquidità", da marzo 2020 a ottobre 2021, sono pervenute da imprese, artigiani, autonomi e professionisti circa 2,5 milioni di richieste di garanzie pubbliche per un valore complessivo di oltre 204,5 miliardi di euro relativi al Fondo di Garanzia PMI (Comunicato Stampa n. 192 del 20 ottobre 2021).

22 Le aziende che riusciranno a sopravvivere grazie alle importanti iniezioni di liquidità andranno incontro a ingenti perdite, con conseguenze dirette: a) peggioramento dei *rating* economico-finanziari per effetto di *leverage* elevati, con la conseguente difficoltà di accesso ai consueti canali bancari e/o necessità di aumenti del capitale in condizioni di contrazione del sistema finanziario; b) erosione del patrimonio netto delle aziende per oltre 1/3 e/o patrimonio netto negativo rendendo necessaria la ricapitalizzazione delle aziende. La conseguenza prevista dal Codice civile, allorché una perdita intacca il capitale sociale e lo porta al di sotto del limite legale, può comportare la messa in liquidazione della società (artt. 2446 e 2447 del C.C.) in assenza di provvedimenti volti alla trasformazione o reintegro del capitale.

23 Per esempio, il patrimonio destinato di CDP S.p.A. per supportare la ricapitalizzazione di società con ricavi annui superiori a 50 milioni o il fondo investimenti PMI di Invitalia per supportare gli investimenti delle imprese con ricavi superiori ai 10 milioni di euro che decidono di ricapitalizzare.

trimoniale delle PMI appaiono finanziariamente insufficienti e rischiano di essere poco efficaci dal punto di vista della capacità di incidere sulla solidità patrimoniale e sulla competitività di interi comparti produttivi italiani. Molti strumenti introdotti durante la crisi pandemica (ma anche negli anni precedenti) si basano, infatti, su meccanismi di sgravio fiscale che per funzionare e generare “effetti di sistema” avrebbero bisogno di un efficiente mercato del capitale di rischio. Diversi studi mostrano come questa ipotesi non sia valida nel caso dell’Italia e, soprattutto, come il ricorso al capitale di rischio, che già segue una tendenza decrescente a livello globale, rischia una battuta d’arresto per effetto della crisi attuale (OECD, 2021).

### 3.2. I vincoli di un intervento di sistema

Il disegno di un intervento di sistema per la ricapitalizzazione delle PMI, basato necessariamente sull’intervento dello Stato e sul coinvolgimento del settore bancario e del mondo imprenditoriale, deve affrontare alcuni nodi problematici.

In primo luogo, la difficoltà di disegnare un intervento incisivo dello Stato nel capitale di un’ampia fetta delle imprese è riassumibile nel seguente *trade-off*. Da un lato, una “ricapitalizzazione a pioggia” – cioè, l’investimento senza alcun controllo a garanzia degli obiettivi di interesse pubblico (ad esempio, salvaguardia dei posti di lavoro, riconversione industriale e accrescimento del potenziale innovativo) – rischierebbe di tradursi in uno sperpero di denaro pubblico, perché sosterebbe anche imprese che non realizzeranno investimenti e piani di ristrutturazione delle proprie attività. Al contrario, un “controllo attivo” da parte dello Stato delle partecipazioni in centinaia di migliaia di imprese rischierebbe di favorire, nel medio termine, pericolose commistioni tra politica e affari, compromettendo del tutto il raggiungimento dell’obiettivo della maggiore produttività.

Un ulteriore *trade-off* che va considerato riguarda le modalità di coinvolgimento del settore bancario. Per un verso, le banche non possono essere costrette a partecipare al meccanismo di ricapitalizzazione delle PMI attraverso il conferimento dei crediti deteriorati. D’altra parte, la completa volontarietà di una simile scelta potrebbe comportare problemi di selezione avversa capaci di inibire del tutto un simile meccanismo. È, quindi, necessario definire un quadro di incentivi compatibile con le regole di vigilanza bancaria, la sostenibilità della finanza pubblica e la tollerabilità sociale di ogni forma di supporto al settore bancario.

Infine, è necessario che il meccanismo di ricapitalizzazione delle PMI induca le imprese stesse a partecipare. Questo vincolo è indubbiamente molto sensibile dal punto di vista politico. Tuttavia, va considerata l’alternativa più realistica (ed effettivamente già ampiamente praticata) che gran parte dei crediti deteriorati siano cartolarizzati e ceduti a operatori specializzati nella gestione finanziaria degli stessi, con effetti molto rilevanti sulla limitazione delle prospettive di rilancio delle imprese oggetto di simili operazioni senza che gli imprenditori possano, in alcuna maniera, opporsi o, almeno, esprimere il proprio punto di vista<sup>24</sup>. Alle imprese viene offerta l’opportunità di aderire a uno schema finalizzato alla salvaguardia della capacità produttiva e imprenditoriale, anche eventual-

---

24 Sul tema della gestione dei crediti deteriorati, occorre altresì tener presente i limiti e i vincoli contenuti nella proposta di Direttiva già approvata dal Parlamento europeo relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali.

mente attraverso processi virtuosi di aggregazione e trasformazione, in alternativa agli schemi di gestione dei crediti deteriorati attualmente esistenti.

## 4. CONCLUSIONI

Il riequilibrio strutturale del rapporto tra capitale di rischio e debito delle imprese italiane è un'importante preconditione per innalzare il tasso di innovazione, resilienza e competitività del tessuto produttivo italiano.

Per bilanciare i rischi e i benefici di una ricapitalizzazione delle PMI con risorse e coordinamento pubblici, il meccanismo proposto è basato sulla creazione di un *Fondo per la Ricapitalizzazione e la Ristrutturazione delle Imprese*, costituito da Stato, banche, mondo delle imprese e altri investitori istituzionali. Si tratta di attori importanti dell'economia con interessi convergenti e allineati ma con ruoli distinti, che in questo contesto svolgerebbero la funzione di investitori "pazienti". Il loro intervento coordinato dallo Stato e implementato secondo logiche di mercato, nel rispetto dei diversi ruoli, porta a conseguire effetti positivi per l'intera collettività oltre che vantaggi diretti per ciascuno degli attori coinvolti. In particolare, il meccanismo ha diverse possibili ricadute in termini di salvaguardia del sistema produttivo italiano, sviluppo del mercato del capitale di rischio per le PMI italiane e contenimento della propagazione della crisi sul sistema finanziario e sulla finanza pubblica.

Inoltre, per garantire una gestione competente delle attività finanziarie conferite al Fondo 2Ri e mitigare i rischi di ingerenza diretta dello Stato nelle scelte di allocazione del capitale nelle singole imprese, il Fondo 2Ri è gestito da una SGR di regia indipendente che si avvale di un sistema di SGR operative dedicate alla costituzione e gestione di fondi territoriali e settoriali, che operano secondo una logica di mercato e un orientamento al rendimento di medio-lungo periodo.

Il meccanismo illustrato non prevede la destinazione di ulteriori risorse finanziarie pubbliche e consente di: 1) prevenire l'impatto sulla finanza pubblica dell'escussione delle garanzie pubbliche già erogate e della formazione di nuovi crediti bancari deteriorati; 2) realizzare importanti interventi di politica industriale e di sviluppo (ad esempio, transizione energetica, agevolazione di investimenti in aree svantaggiate, supporto al trasferimento tecnologico dall'Università alle imprese, innovazione, ecc.) secondo logiche trasparenti di intervento; 3) garantire l'immissione di capitale privato nei processi di ricostruzione del tessuto produttivo italiano, favorendo allo stesso tempo il rafforzamento del mercato dei capitali a supporto delle PMI; 4) favorire il protagonismo delle imprese nel processo di ristrutturazione del tessuto produttivo italiano; 5) creare nuove opportunità di impiego qualificato (ad esempio, manager con esperienza) proprio nei settori che sono i più colpiti dai piani di esodo aziendale.

In assenza di un intervento di sistema come quello proposto, l'uscita dall'attuale programma di garanzie statali sui crediti bancari (che, verosimilmente, dovrà essere adot-

tata nell'arco di pochi anni, quando il quadro economico dei Paesi dell'Unione Europea e dell'Eurozona migliorerà) sarà, necessariamente, realizzata con l'assetto attuale del segmento dell'industria finanziaria italiana che gestisce i crediti bancari deteriorati, che è caratterizzato da operatori specializzati nella gestione finanziaria del credito e non nell'accompagnamento della gestione industriale delle imprese debentrici, rischiando di compromettere la capacità produttiva e la coesione sociale del nostro Paese.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Banca d'Italia (2020), *Memoria della Banca d'Italia su "AC n. 2500, Conversione in legge del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, recante misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19"*, Commissione V (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei Deputati, 8 giugno 2020.
- Banca d'Italia (2021a), *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, Testimonianza del Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia A. De Vincenzo, Commissione Permanente VI (Finanze) della Camera dei Deputati, 18 marzo 2021.
- Banca d'Italia (2021b), *Relazione annuale – anno 2020*, 31 maggio 2021.
- Buchetti B., Parbonetti A., Pugliese A. (2022), *Covid-19, Corporate Survival and Public Policy: The Role of Accounting Information and Regulation in the Wake of a Systemic Crisis*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 41 (1), 106919.
- Calligaris S., del Gatto M., Hassan F., Ottaviano G.I.P., Schivardi F. (2016), *Italy's Productivity Conundrum: A Study on Resource Misallocation in Italy*, *European Economy Discussion Papers*, 030, European Commission.
- Carletti E., Oliviero T., Pagano M., Pelizzon L., Subrahmanyam M.G. (2020), *The COVID-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-level Evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance Studies*, 9, 534–568.
- Carrière P. (2020), *"Restructuring Funds": an alternative tool for a systemic approach to active management of Unlikely to Pay (UTP)*, BAFFI CAREFIN Working Papers, 20132, BAFFI CAREFIN Centre for Applied Research on International Markets, Banking, Finance and Regulation.
- Confindustria (2021), *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, Vice Presidente di Confindustria per il Credito, la Finanza e il Fisco E. Orsini, 14 aprile 2021.
- De Socio A., Narizzano S., Orlando T., Parlapiano F., Rodano G., Sette E., Viggiano G. (2020), *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, Note Covid-19, 13 novembre 2020.

- Enria A. (2020), *ECB: the EU needs a regional 'bad bank'*, Financial Times, 26 ottobre 2020.
- G30 (2020), *Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions*, Group of Thirty.
- Gopinath G., Kalemli-Özcan S., Karabarbounis L., Villegas-Sanchez C. (2017), *Capital Allocation and Productivity in South Europe*, The Quarterly Journal of Economics, 132(4), 1915-1967.
- MEF (2021), *Documento di Economia e Finanza 2021*, Ministero dell'Economia e delle Finanze.
- OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris.
- PRI (2021), *ESG-linked pay: Recommendations for investors*, 17 giugno 2021.



