

AA.VV.

# IL RUOLO DEL DOTTORE COMMERCIALISTA NELLA FINANZA D'IMPRESA: VECCHI E NUOVI PARADIGMI



**59°**  
CONGRESSO  
NAZIONALE  
UNGDCEC  
UDINE 2022




Unione Nazionale Giovani Dottori Commercialisti  
ed Esperti Contabili



FONDAZIONE  
CENTRO STUDI  
UNGDCEC

 Autori Vari

 **IL RUOLO DEL DOTTORE  
COMMERCIALISTA NELLA  
FINANZA D'IMPRESA:  
VECCHI E NUOVI  
PARADIGMI**



Copyright © 2022 - Cesi Multimedia s.r.l.  
Via V. Colonna 7, 20149 Milano  
[www.cesimultimedia.it](http://www.cesimultimedia.it)

Tutti i diritti riservati. È vietata la riproduzione dell'opera, anche parziale e con qualsiasi mezzo.  
L'elaborazione dei testi, pur se curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità in capo all'autore e/o all'editore per eventuali involontari errori o inesattezze.

---

ISBN 978-88-6279-373-5

---

Finito di stampare nel mese di marzo 2022 presso Geca S.r.l. - San Giuliano Milanese (MI)

# Indice

<b>Presentazione</b> .....	1
<b>Introduzione</b> .....	3
<b>1. Finanza “tradizionale”: il rapporto Banca – Impresa ed il ruolo degli intermediari finanziari</b>	
1.1 Le dinamiche macro (PIL e Investimenti).....	5
1.2 Alcune determinanti micro e macro della crescita.....	10
1.3 La demografia delle imprese.....	13
1.4 La sfida della digitalizzazione.....	18
1.5 La sfida ecologica.....	21
1.6 La struttura finanziaria delle imprese.....	25
1.7 Considerazioni non conclusive.....	37
<b>2. Finanza bancaria nella sua pluralità ed il ruolo del Credito Cooperativo</b>	
2.1 Premessa.....	39
2.2 Rimanere dove le altre banche “fuggono”: una scelta di responsabilità.....	40
2.3 Le BCC-CR accentuano la propria funzione di supporto nelle fasi di crisi.....	42
2.4 BCC-CR: migliora la qualità del credito.....	44
2.5 Aumenta la “fiducia”.....	45
2.6 La BCC-CR e la finanza geo-circolare.....	46
2.7 Cresce la solidità patrimoniale.....	47
2.8 Conclusioni.....	48
<b>3. La finanza “tradizionale” nello scenario post-pandemico e alla luce del PNRR</b>	
3.1 Premessa.....	51
3.2 IL PNRR e le imprese.....	54
3.3 Impatto macroeconomico generale e verso le imprese.....	59
3.4 Le implicazioni dal punto di vista finanziario: suggerimenti/spunti di riflessione.....	64

## 4 Finanza Agevolata: PNRR, programmazione 2021-27 e prospettive per le imprese italiane

4.1 Introduzione al PNRR .....	67
4.2 Le Missioni del Piano .....	68
4.3 Le principali misure a favore delle imprese .....	72
4.4 PNRR in pratica: alcuni bandi in scadenza.....	78
4.5 Oltre il PNRR: la programmazione 2021-2027 .....	83
4.5.1 Uno sguardo d'insieme.....	83
4.5.2 La politica di coesione ed i fondi indiretti - I 5 obiettivi politici .....	84
4.5.3 I fondi diretti.....	86
4.5.4 Sinergie tra programmi .....	87

## 5 Nuova linfa per capitale di rischio, aggregazioni e finanza “alternativa”.

### Strumenti a disposizione delle imprese e disinter-mediazione

5.1 La difficile scelta tra capitale di rischio e capitale di debito .....	89
5.2 La crescita aziendale tramite le operazioni di M&A.....	92
5.3 Gli aspetti valutativi legati a fusioni e acquisizioni .....	96
5.4 I fondi di investimento .....	99
5.5 Private equity e Venture Capital a supporto dell'imprenditore .....	101
5.6 La dimensione aziendale quale strumento per competere sul mercato .....	105
5.7 Gli strumenti di finanza alternativa quale elemento di discontinuità.....	108
5.7.1 Strumenti a supporto del circolante .....	109
5.7.2 Le declinazioni del crowdfunding: lending, reward ed equity a confronto.....	111
5.7.3 Minibond .....	114

## 6 Finanza sostenibile: nuovi paradigmi verso una transizione ESG

### compliant

6.1 Premessa .....	117
6.2 Evoluzione normativa .....	120
6.2.1 Il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile.....	120
6.2.2 SFDR - Sustainable Finance Disclosure Regulation (Regolamento UE 2019/2088) .....	122
6.2.3 Tassonomia delle attività sostenibili (Regolamento UE 2020/852) .....	127
6.2.4 Renewed Sustainable Finance Strategy.....	129
6.3 Classificazione del portafoglio da parte degli intermediari finanziari e merito creditizio .....	130
6.4 Tassonomia delle attività sostenibili e opportunità per le imprese.....	132
6.5 Tassonomia delle attività sostenibili e opportunità per i professionisti.....	135



# Presentazione

---

A cura di Carlo De Luca, Roberto Gennari, Emanuele Serina, Leonardo Nesa e  
Federico Strada<sup>1</sup>

La Commissione europea, il Parlamento europeo e i leader dell'UE, hanno concordato un piano di ripresa che aiuterà l'Unione europea a riparare i danni economici e sociali causati dall'emergenza sanitaria da coronavirus e contribuire a gettare le basi per rendere le economie e le società dei paesi europei più sostenibili, resilienti e preparate alle sfide e alle opportunità della transizione ecologica e digitale: un investimento sul futuro dell'Europa e degli Stati membri per ripartire dopo l'emergenza Covid-19.

Con l'avvio del periodo di programmazione 2021-2027 e il potenziamento mirato del bilancio a lungo termine dell'UE, l'attenzione è posta sulla nuova politica di coesione e sullo strumento finanziario denominato Next Generation EU, uno strumento temporaneo da 750 miliardi di euro pensato per stimolare una "ripresa sostenibile, uniforme, inclusiva ed equa", volta a garantire la possibilità di fare fronte a esigenze impreviste, il più grande pacchetto per stimolare l'economia mai finanziato dall'UE.

In questo contesto si inserisce il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, lo strumento che traccia gli obiettivi, le riforme e gli investimenti che l'Italia intende realizzare grazie all'utilizzo dei fondi europei di Next Generation EU, per attenuare l'impatto economico e sociale della pandemia e rendere l'Italia un Paese più equo, verde e inclusivo, con un'economia più competitiva, dinamica e innovativa. Le risorse, infatti, si accompagneranno anche ad una decisa transizione delle nostre imprese verso i paradigmi ESG previsti dall'Agenda ONU 2030, che sono ormai un fattore imprescindibile in qualunque scelta di investimento aziendale.

Questi stimoli e direttrici si innestano in uno scenario in cui il tipico sistema "banco-centrico" è messo in crisi da nuovi strumenti di finanza alternativa e da una rinnovata spinta verso le aggregazioni aziendali, che spostano l'attenzione verso strumenti di finanziamento diversi da quelli tradizionalmente conosciuti e, soprattutto, verso una maggiore incidenza del capitale di rischio.

Ecco, quindi, che il ruolo della finanza in tutte le sue declinazioni (tradizionale, sostenibile, alternativa, innovativa e agevolata) sarà centrale nello scenario post-pandemico. Senz'altro sarà fondamentale l'apporto specialistico della categoria dei dottori commercialisti alle imprese e agli Enti Pubblici nella fase di progettazione, gestione e rendicontazione dei fondi che saranno spesi nei prossimi anni, come centrale sarà il ruolo

---

<sup>1</sup> Delegati di Giunta UNGDCEC per le Commissioni "Finanza agevolata e fondi europei", "Rapporti con Fondazione OIBR Informativa non finanziaria e Business Reporting" e "Finanza D'impresa"

dei professionisti nel guidare e coinvolgere le aziende nelle più opportune scelte di investimento e nella loro migliore strutturazione. A tale scopo, le Commissioni dell'UNGDEEC "Finanza agevolata e fondi europei", "Finanza d'impresa" e "Rapporti con Rapporti con Fondazione OIBR Informativa non finanziaria e Business Reporting", assieme ai partner dell'evento che hanno messo a disposizione le proprie competenze, hanno inteso approfondire i temi ritenuti cruciali per lo sviluppo e la crescita delle imprese italiane nel breve e medio periodo.

Grazie quindi per il prezioso e disinteressato contributo, in perfetto spirito Unione, ai colleghi delle suddette commissioni di studi che hanno collaborato alla stesura di questo utilissimo documento, nonché al Dott. Giuseppe Daconto del Centro Studi Cooperative – Fondosviluppo, alla Dott.ssa Maria Carmen Mazzillis del Servizio Studi di Federcasse e al Dott. Luigi Duranti di Cassa Centrale Banca.

# Introduzione

A cura di Sebastiano Zanette<sup>1</sup>

Le modalità con cui le imprese italiane hanno finanziato il loro sviluppo e le metriche di valutazione utilizzate dagli operatori per individuare quali progetti erano meritevoli di ricevere le erogazioni di credito richieste, sono rimaste di fatto invariate per molti decenni. La struttura finanziaria che più spesso si riscontrava era fortemente sbilanciata verso l'indebitamento bancario e di conseguenza la gestione del rapporto banca-impresa era un elemento cruciale nel successo o nell'insuccesso di un'iniziativa. Negli anni si è sicuramente assistito ad un'evoluzione della valutazione dei progetti da finanziare da parte degli Istituti di Credito in senso più oggettivo, ma non si può non negare come spesso a giocare un ruolo fondamentale fossero le persone coinvolte nel progetto e, soprattutto, la loro capacità di prestare idonee garanzie.

In questo contesto il Legislatore, già prima della pandemia, aveva ampliato in maniera significativa la possibilità di accedere, in varia misura, al Fondo di Garanzia PMI, oltre che ad altri strumenti a garanzia del credito, supportando le aziende italiane nella raccolta di risorse finanziarie. Il ruolo del Fondo e delle garanzie pubbliche è stato peraltro vitale nello scenario pandemico: tali strumenti sono stati i protagonisti dei primissimi Decreti emergenziali, ed hanno rappresentato l'ancora di salvezza per moltissimi imprenditori, oltre che un'occasione di ricomposizione della struttura finanziaria per altri. Occorrerà quindi capire come sia mutato e come muterà, nello scenario post-pandemico, il rapporto banca-impresa e come, alla luce delle risorse che verranno messe a disposizione con il PNRR, cambieranno le metriche di valutazione dei progetti da finanziare da parte degli Istituti di credito.

Un elemento aggiuntivo che non potrà più mancare nell'analisi dei progetti imprenditoriali, chiunque ne sia il valutatore, è quello della sostenibilità e del rispetto dei paradigmi ESG come definiti dall'Agenda ONU 2030. E' oramai assolutamente condivisa da tutti gli attori dell'economia la necessità che a guidare le scelte di investimento e, di riflesso, le scelte degli operatori finanziari, non siano solo metriche di tipo economico, ma anche fattori non finanziari che sono ricompresi nel più ampio concetto di sostenibilità. Sostenibilità che deve riverberarsi negli aspetti ambientali, sociali e di governance. Le imprese più virtuose in questi ambiti sono quelle che sapranno meglio di altre superare le sfide del mercato, minimizzando i rischi legati alle emergenze climatiche e ambientali, nonché creando e mantenendo un miglior rapporto con i propri stakeholder, interni ed esterni.

---

<sup>1</sup> Consigliere d'Amministrazione Fondazione Centro Studi UNGDCEC

Gli obiettivi ESG sono stati fatti propri anche nell'ambito del PNRR, che negli anni a venire svolgerà un ruolo preponderante nell'orientamento delle scelte di investimento da parte delle aziende italiane, che rivolgeranno inevitabilmente la loro attenzione verso le attività che godranno delle agevolazioni previste dal Piano. Ecco che una miglior comprensione di quali sono gli obiettivi del piano deve rappresentare il punto di partenza per ogni Dottore Commercialista, che rappresenta il primo approdo degli imprenditori su questi temi. Dovremo essere capaci e trovare le risorse per individuare quali sono le possibili linee di sviluppo dei nostri clienti che possono trovare un concreto supporto nell'ambito del PNRR, che rappresenterà un formidabile volano per tutti quelli che sapranno sfruttarlo correttamente.

Già prima della pandemia, infine, iniziavano a vacillare i classici paradigmi del rapporto banca-impresa, grazie ad una "liberalizzazione" a favore di tutte le PMI di quegli strumenti finanziari che sino a quel momento era appannaggio delle ben più strutturate società per azioni. Mi riferisco in particolare alla possibilità, prevista per la prima volta con il D.L. n. 179/2012 per le S.r.l.-startup innovative, di accedere al crowdfunding, emettere strumenti finanziari partecipativi o, addirittura, effettuare operazioni sulle proprie quote. Quanto previsto per le startup innovative è stato poi ampliato a tutte le S.r.l.-PMI con il D.L. n. 50/2017, garantendo così a tutte le piccole e medie imprese costituite in forma di S.r.l. la possibilità di accedere a strumenti di raccolta di capitali sino a quel momento riservati a soggetti di dimensioni più rilevanti o vigilati.

Proprio il mondo delle PMI è oggi protagonista di una nuova stagione aggregativa ed elemento di grande attenzione per Private Equity e Fondi di investimento, che stanno oggi rivolgendo la loro attenzione anche su soggetti di dimensioni più limitate. Si tratta di un fenomeno in progressiva espansione, che sta scardinando però l'usuale struttura finanziaria delle imprese italiane, che dal debito si stanno spostando verso capitale di rischio, grazie a investimenti privati che garantiscono una crescita dimensionale e strutturale delle imprese. È un fenomeno che non può che essere salutato con grande favore, poiché garantisce solidità e sostenibilità nel tempo alle aziende, che in tal modo saranno in grado di competere con maggior successo in Italia e all'estero, in particolar modo in quei mercati in cui i competitor sono storicamente meno dipendenti dal capitale di terzi.

# 1. Finanza “tradizionale”: il rapporto Banca – Impresa ed il ruolo degli intermediari finanziari

A cura di Giuseppe Daconto<sup>1</sup>

L’analisi e la lettura del ciclo investimenti e crescita economica nel lungo periodo in Italia possono fornirci una doppia fotografia sulla nostra economia. Da un lato, ci raffigurano quanto i problemi economici dell’Italia siano lontani nel tempo e si siano accumulati nel corso degli anni, con l’aggravio degli stimoli derivanti dalla crisi pandemica. Dall’altro, ci evidenziano la radice, ossia dove questi problemi si annidano, principalmente legati alle capacità dell’Italia di crescere e di investire nel proprio futuro, anche attraverso la crescita delle imprese e delle loro prospettive.

Dentro queste dinamiche è stato ed è fondamentale l’apporto della finanza, come si dirà dopo con maggiore dettaglio per la finanza bancaria cooperativa e di comunità, oltre che della capacità di crescere delle singole imprese per essere competitive nei mercati, nazionali e internazionali. Rispetto a questo secondo obiettivo, le attività e il ruolo delle professioni, e in primo luogo, dei commercialisti, a maggior ragione se dedicati a servizi di consulenza avanzati ed evoluti, risulta fondamentale, sia nella fase di costituzione delle imprese che, soprattutto, nella fase di loro consolidamento e sviluppo nel lungo periodo.

## 1.1 Le dinamiche macro (PIL e Investimenti)

La *Global Financial Crisis* (GFC), partita sul finale del 2008 negli Stati Uniti d’America, ha inciso pesantemente sulle prospettive economiche e finanziarie delle economie avanzate, soprattutto in Europa. In Italia, la crisi si è innestata in un lungo periodo di sostanziale bassa crescita economica, segnato da un calo generalizzato dei tassi di crescita del PIL (a prezzi di mercato) a partire sostanzialmente dagli inizi degli anni duemila. Da un tasso di crescita del 5% annuo del 2000 si è scesi alla caduta del PIL di quattro punti annui nel 2009, per arrivare ad una crescita intorno ai due punti (in valore nominale) negli ultimi cinque anni dal 2015 al 2019, fino ad arrivare alla caduta del 8,9% del 2020 e il forte rimbalzo del 2021, pari a 6,4%<sup>2</sup>. Il tasso di crescita medio così nel ventennio è stato pressoché nullo.

La pandemia si è innestata dentro questo quadro. Il Grande Lockdown - “*The Great Lockdown*” - ha comportato una caduta del tasso di crescita economica nel nostro

<sup>1</sup> Centro Studi Confcooperative – Fondosviluppo

<sup>2</sup> Istat, Conti Economici Trimestrali, IV Trimestre 2021, 4 Marzo 2022, <https://www.istat.it/it/archivio/266980>.

Paese senza precedenti negli ultimi cinquant’anni. Il 2020 sarà ricordato nella storia come un periodo di grandi sconvolgimenti economici e sociali. La pandemia che si è diffusa agli inizi del 2020 nel mondo, impattando sin dal primo trimestre le economie mondiali, ha provocato oltre 150 mila morti nel nostro Paese e quasi 6 milioni nel mondo (dati OMS, febbraio 2022).

Accanto al disastro sanitario e alle morti, questa pandemia ha segnato profondamente le società e le economie mondiali, che venivano da un periodo di buona crescita economica. Infatti, il PIL mondiale nel 2020 si è ridotto del 3,1% mentre la crescita per il 2021 è stata generalmente sostenuta, +5,9%<sup>3</sup>. Nel panorama delle economie avanzate gli USA, anche grazie agli straordinari e tempestivi stimoli economici e monetari, hanno attutito meglio dell’Europa la crisi economica nel 2020 (-3,4% contro -6,4% dell’area Euro) e hanno agganciato la ripresa del 2021 ad un tasso di crescita più elevato rispetto all’area Euro.

In questo contesto in miglioramento, l’economia italiana, dopo la grande caduta del PIL 2020 con -8,9% rispetto all’anno precedente, si è ripresa ampiamente nel 2021 ad un livello abbastanza sostenuto, anche se esposta, come le economie avanzate, ad una ripresa tanto “veloce” quanto “fragile” perché le condizioni economiche sono sostanzialmente correlate agli andamenti dei contagi, alle campagne vaccinali e alla diffusione delle varianti del virus. Infatti, l’ennesima variante (a fine anno) del virus ha ridotto (leggermente) le prospettive di crescita, pur sempre positive e superiori al 6% annuo (6,4%). Le prospettive di crescita per il 2022 sono positive, anche se ridotte ad una crescita probabilmente inferiore al 4%<sup>4</sup>, per effetto dei recenti rincari energetici, inflazionistici e per i problemi geopolitici di cui è difficile conoscere i contorni definitivi e i conseguenti impatti economici. Il ritorno ai livelli di crescita pre-pandemia è atteso comunque per quest’anno, anche se non è per nulla automatico. In termini numerici, di fatto 150 sono stati i miliardi di PIL persi tra il 2019 e il 2020 per via della pandemia, rispetto al 2021 sono stati 100 miliardi (a prezzi reali).

La stessa dinamica del PIL, se non peggiore, è avvenuta per gli Investimenti fissi lordi nel nostro Paese, che sono passati da una crescita annua del 5/6% annuo dei primi anni duemila ad una caduta di quasi 9 punti nel 2009, per mantenere tassi di crescita negativi fino al 2014 e riprendere la salita successivamente, salvo arrestarsi nel 2019 e cadere pesantemente di oltre 11 punti nel 2020, per poi rimbalzare a +19,1% nel 2021. Infatti, durante il biennio del Grande Lockdown, l’andamento degli investimenti fissi ha seguito anch’esso l’andamento dell’economia, con un rapido calo nel primo trimestre, di oltre 8 punti percentuali, e un calo doppio, del -16% nel secondo trimestre del 2020, per poi rimbalzare nel terzo trimestre del 2020, +25%, e risalire costantemente nei trimestri successivi, segnando poi +4,2% nel primo trimestre 2021, +2,4%

---

<sup>3</sup> FMI, World Economic Outlook Update, gennaio 2022.

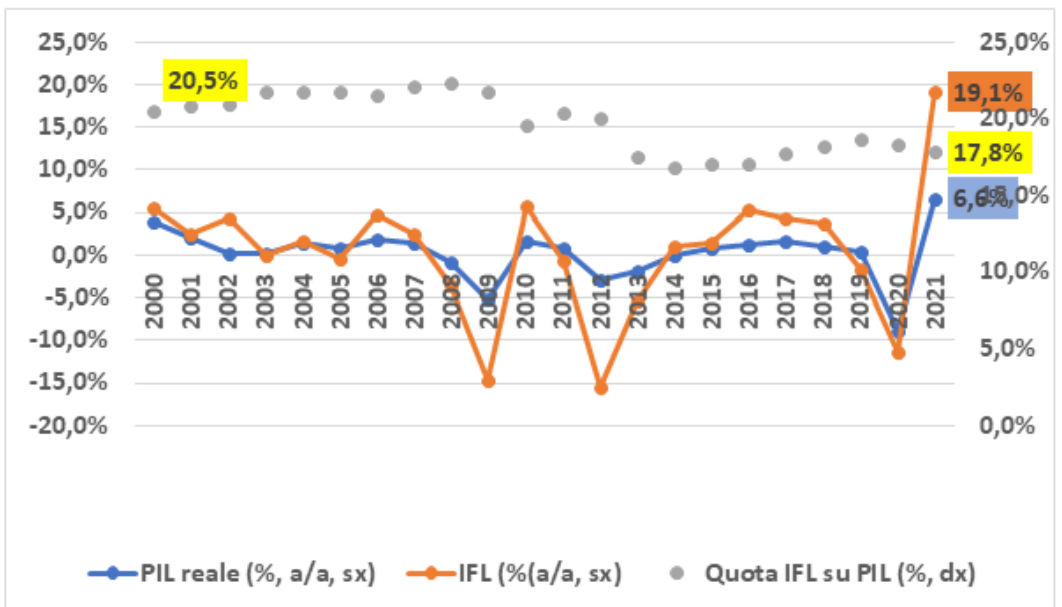
<sup>4</sup> Bollettino Economico Banca d’Italia, Gennaio 2022.

nel secondo trimestre 2021, +1,6 nel terzo trimestre 2021 e +2,8% nell’ultimo trimestre 2021.

Il risultato finale è stato che la quota degli investimenti sul PIL è scesa dal 20/21% dei primi anni duemila a poco meno del 18% nel 2021: si tratta attualmente, nel 2021, di circa 334 miliardi di euro di investimenti a fronte di PIL di 1,67 mila miliardi di euro (valori a prezzi concatenati). Nel 2000 gli investimenti erano pari a 346 miliardi e 1,51 mila miliardi era il valore del PIL. Nel 2008, il valore degli investimenti era di 386 miliardi di euro e quello del PIL di 1,77 mila miliardi di euro. Nel 2019 erano pari a 316 miliardi a fronte di un PIL pari a 1,72 miliardi. Dal 2000 in sostanza, gli investimenti fissi lordi in Italia si sono ridotti di circa 65 miliardi di euro. Nel terzo trimestre 2021 sono poco più di 82 miliardi di euro, il 19% del PIL dello stesso periodo.

In definitiva, la crescita media annua degli investimenti fissi lordi è stata anch’essa negativa e pari a -0,53% (Figura 1).

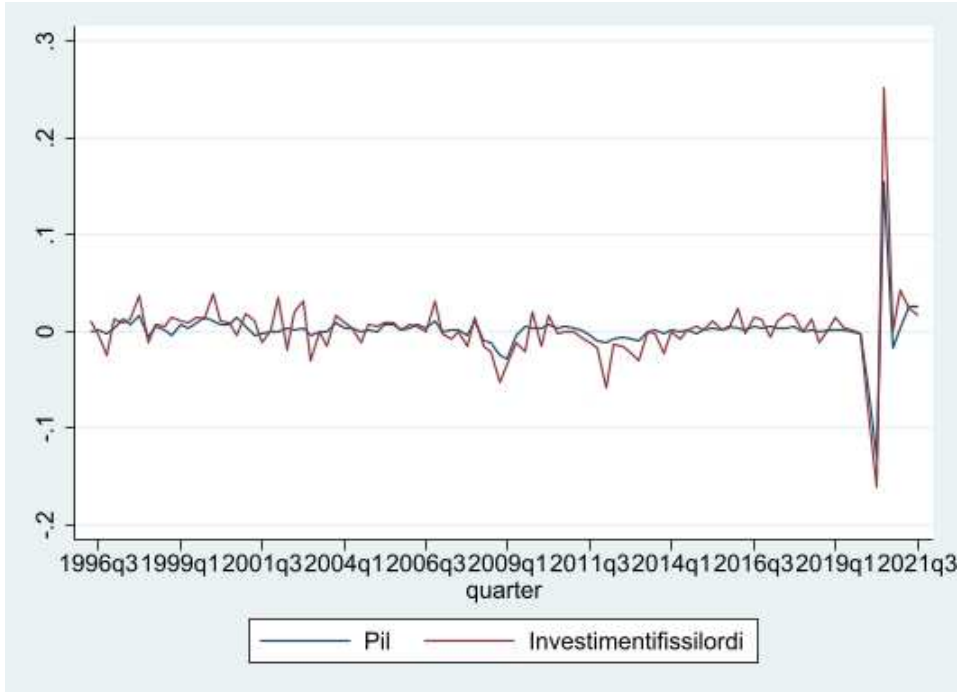
Figura 1 Tasso di Crescita Annuo PIL e IFL (% , 2000-2021), valori concatenati con rif. 2015



Fonte 1 Ns Elaborazione su dati Istat, Conti Nazionali, estrazione 2 marzo 2022

La dinamica degli investimenti influenza e incide positivamente nella crescita economica, spingendo notevolmente la domanda interna verso l'alto. Analizzando la serie storica trimestrale, per un periodo più esteso, dal 1996 ad oggi, incorporando così il ciclo negativo di questo ultimo anno, si può ampiamente osservare come la crescita economica sia correlata positivamente a quella degli investimenti fissi lordi (Figura 2).

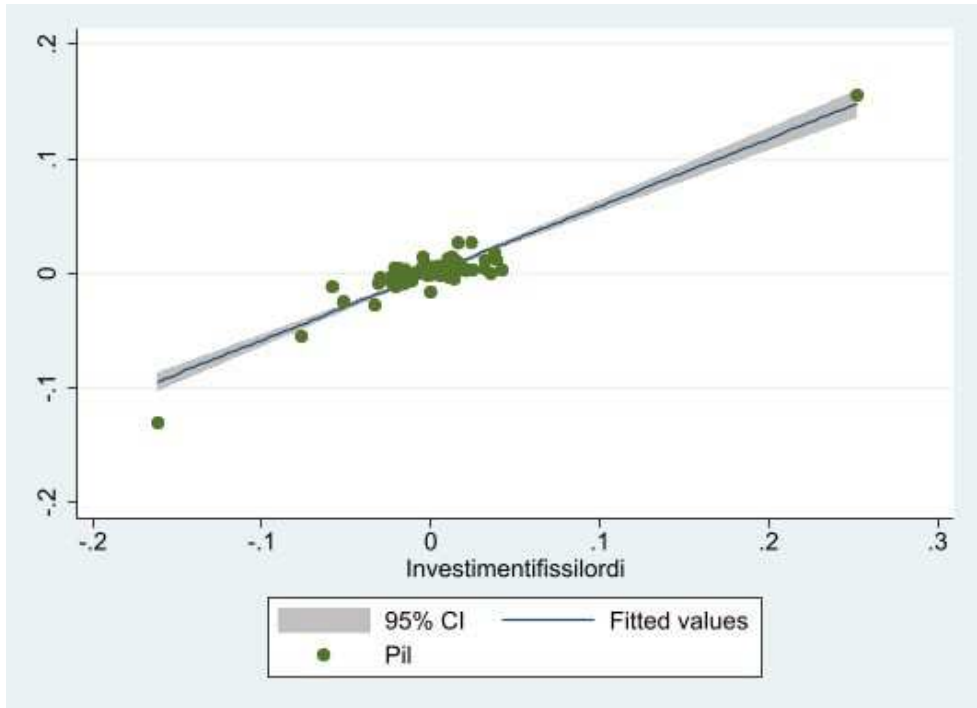
Figura 2 PIL e IFL, a prezzi correnti e destagionalizzati, 2000q1-2021q3



Fonte 2 Ns Elaborazione su dati ISTAT, Conti nazionali trimestrali, estrazione 26 febbraio 2022

Infatti, attraverso una semplice regressione lineare, si può inferire come ad una crescita degli investimenti fissi lordi trimestrali di un punto percentuale sia associata nel lungo periodo in Italia una crescita di 0,58 punti del PIL (a parità di altre variabili). In sostanza, un punto percentuale in più di crescita degli Investimenti fissi lordi sarebbe associato a poco più della metà della crescita del PIL in più (Figura 3).

Figura 3 Regressione lineare PIL IFL trimestrale, Italia, 1996q2-2021q3



Fonte 3 Ns Elaborazioni con STATA su dati ISTAT

Più nel dettaglio, analizzando tutte le variabili che compongono il PIL, attraverso una semplice regressione lineare multivariata (prendendo per migliori i modelli evidenziati in giallo), notiamo come il coefficiente di regressione degli investimenti fissi lordi stimato sia sempre positivo, intorno allo 0,2%, e significativo in tutti i modelli utilizzati. In sostanza, avendo come variabile indipendente la crescita trimestrale del PIL dal 1996 ad oggi, le correlazioni stimate ci portano ad inferire come un aumento degli investimenti di un punto percentuale sia stato correlato positivamente ad una crescita di 0,16 del PIL nello stesso periodo; i consumi privati sono stimati con un indice dello 0,5, la spesa pubblica con un coefficiente dello 0,08 (con un impatto inferiore agli investimenti fissi lordi e sempre non significativo dal punto di vista statistico), le esportazioni con un indice dello 0,19 e le importazioni, come ci si attende da teoria, sono correlate negativamente per lo 0,06. (Tabella 1).

Tabella 1 Regressione Multivariata PIL e componenti domanda, valori trimestrali a prezzi correnti, dati destagionalizzati

(Variabili Indipendenti) [Crescita trimestrale (%), nel periodo 1996q2-2021q3]	PIL (Variabile Dipendente)								
<b>Investimenti Fissi lordi</b>	<b>0,58***</b>		<b>0,26***</b>	<b>0,25***</b>	<b>0,15***</b>	<b>0,26***</b>	<b>0,25***</b>	<b>0,15***</b>	<b>0,16***</b>
Consumi Finali	<b>1,42***</b>		<b>0,88***</b>	<b>0,88***</b>	<b>0,66***</b>				
<b>Consumi Privati</b>						<b>0,67***</b>	<b>0,67***</b>	<b>0,51***</b>	<b>0,50***</b>
<b>Spesa Pubblica</b>						<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>
Esportazioni Nette				-			<b>0,0002</b>		
<b>Esportazioni</b>					<b>0,19***</b>			<b>0,19***</b>	<b>0,19***</b>
<b>Importazioni</b>					<b>-0,06**</b>			<b>-0,06**</b>	<b>0,06***</b>
Costante	0,0002	-	-	-0,0003	-	-	-	-	-
R2	0,85	0,9	0,94	0,94	0,97	0,94	0,95	0,97	0,97
R2 aggiustato	0,85	0,89	0,94	0,94	0,97	0,94	0,94	0,97	0,97
F	600	904	889	604	981	617	474	815	1010
Prob>F	0	0	0	0	0	0	0	0	0
osservazioni	102	102	102	102	102	102	102	102	102

livello di significatività: \*=10%, \*\*=5%, \*\*\*=1%

## ■ 1.2 Alcune determinanti micro e macro della crescita

La dinamica degli investimenti delle imprese, così determinante per la crescita dell'economia tutta, dipende da vari fattori. A livello macroeconomico, ne possiamo distinguere due. Il primo, forse il più importante, è il livello generale di fiducia nelle prospettive economiche, ossia che la crescita economica sia possibile e che il futuro economico sia positivo in termini di crescita di consumi, redditi e livelli generali dell'economia (aspettative di lungo periodo positive<sup>5</sup>).

Il secondo è relativo all'andamento generale dei tassi di interesse perché nella gran parte dei casi gli investimenti delle imprese sono frutto di indebitamento finanziario e quindi di una scelta intertemporale. La capacità di accedere al mercato finanziario e le condizioni che esso rappresenta, variabili anche dal punto di vista territoriale nel nostro Paese, rappresentano i principali aspetti “esogeni” rispetto alle capacità di investimento.

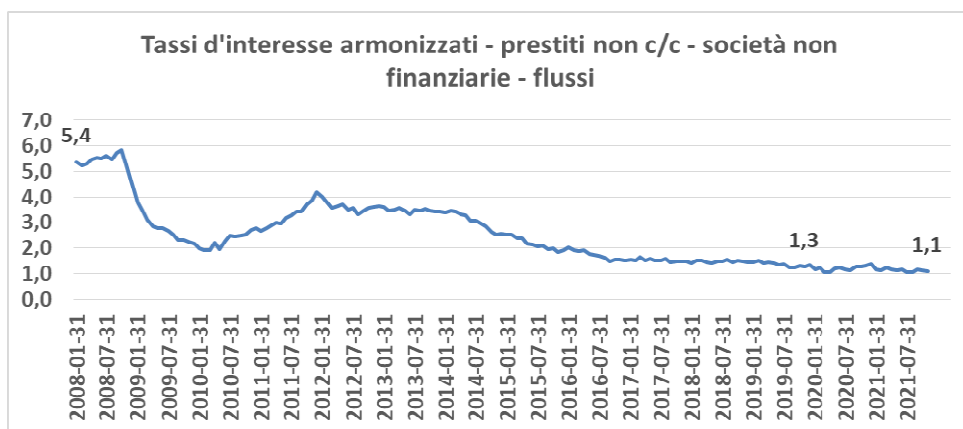
Non a caso, come è risaputo, gran parte della ripresa economica in Europa dopo la crisi del 2009 è avvenuta grazie alla riduzione dei tassi di interesse ufficiali da parte della BCE, sostanzialmente a partire dalle decisioni prese nel secondo semestre del 2012, decisioni che hanno riattivato così il ciclo degli investimenti e dei consumi (il programma straordinario di acquisti da parte della BCE, *Quantitative Easing*, e i tassi di interesse nulli, che nasce dalla famosa affermazione dell'allora presidente della BCE “*Whatever it takes*” in relazione al salvataggio dell'euro e della zona economica e monetaria). La politica monetaria espansiva, di fatto, è proseguita durante il Covid, anzi è stata raf-

<sup>5</sup> Così nella sostanza nella visione Keynesiana.

forzata. Lo straordinario *Quantitative Easing* “pandemico” (PEPP, “*Pandemic Emergency Purchase Programme*”), deciso subito dopo l’inizio del grande Lockdown, attraverso il programma straordinario di acquisto di titoli per 1350 miliardi di euro, in una prima fase fino a giugno 2021 e poi, con l’arrivo delle nuove varianti, aumentato a 1850 miliardi di euro fino al 2022, ha consentito che la crisi economica e sociale non si tramutasse in crisi finanziaria e delle finanze pubbliche. A gennaio di quest’anno, davanti ad uno scenario di ripresa e di possibile rialzo inflazionistico, il programma di acquisti (nel pieno della crisi circa 80 miliardi di euro al mese) ha subito una decelerata, ossia circa 50 miliardi di euro, con l’intenzione di interrompere gli acquisti alla fine di marzo del 2022<sup>6</sup>. Accanto a ciò, la BCE ha mantenuto e prorogato la decisione di mantenere tassi di interesse ufficiali a zero.

La crisi finanziaria del 2008 ha messo in crisi gli attivi delle banche e ha peggiorato l’accesso e le possibilità di credito alle imprese, infatti, i tassi di interesse per i prestiti alle imprese non finanziarie (diversi da conti corrente, prestiti rotativi e carte di credito) nei primi due anni dalla crisi del 2008 erano superiori al 4% (Figura 4). Tutto ciò, con la crisi pandemica non è accaduto. Lo *spillover* della crisi da economica a finanziaria non è avvenuto: il peggioramento delle condizioni macro e della qualità del credito, l’aumento delle insolvenze e fallimenti d’impresa sono stati mitigati. Il trend perciò non è cambiato di molto, anzi. Dal 2014 i tassi sono scesi stabilmente sotto il 2% arrivando ad essere intorno all’1% fino ai giorni nostri. In ogni caso, il tasso medio dei prestiti bancari dal 2008 ad oggi è stato in media del 2,5%, a novembre 2021 erano pari all’1,096%.

**Figura 4 Tassi d'interesse armonizzati sui prestiti (non c/c) alle società non finanziarie, flussi (Mensili, 01/2008-11/2021)**



Fonte 4 Banca d'Italia, Statistiche, estrazione 4 marzo 2022

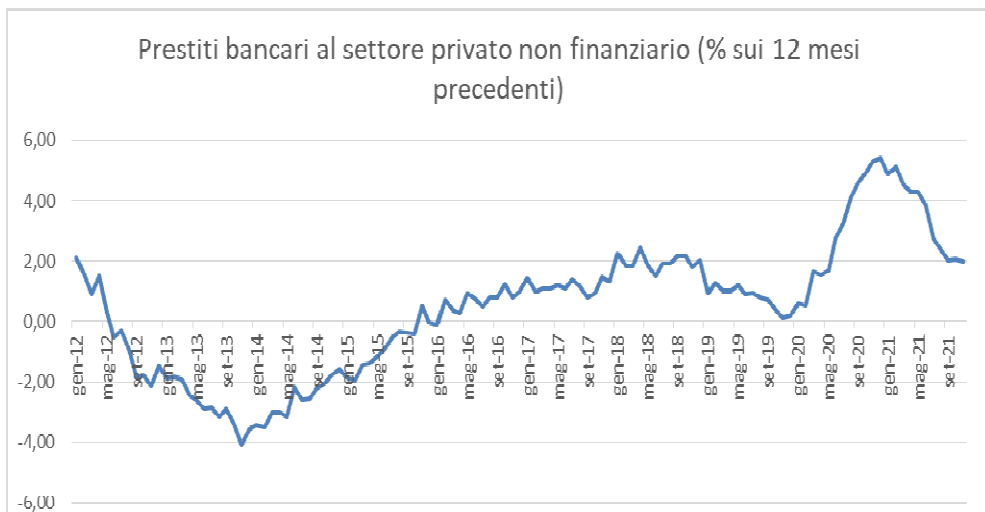
<sup>6</sup> Bollettino Economico BCE, n. 8 gennaio 2022.

Di contro, se nel primo periodo della crisi finanziaria del 2008 i prestiti bancari si riducevano vertiginosamente, tanto che nel settembre del 2009 la variazione dei prestiti bancari rispetto al settembre 2008, era sostanzialmente nulla, salvo riprendersi nel trend di crescita leggermente negli anni successivi.

La restrizione del credito bancario negli anni della crisi del 2008, al netto delle controtendenze del credito cooperativo italiano<sup>7</sup>, ha ampliato gli effetti pro-ciclici della crisi economica (complice anche la normativa bancaria), non solo per via della mancanza di liquidità alle imprese, che peggioravano così i loro bilanci e il loro rating, ma anche per via delle difficoltà di accesso al credito, in termini di condizioni generali e di garanzie da fornire alle banche. In sostanza, non si è trattato solo di una riduzione dei flussi di credito, anche per effetto di normative regolamentari sulle banche maggiormente restrittive, ma anche di rubinetti spesso inaccessibili. Successivamente, la crescita dei prestiti bancari (misurata come la variazione dei prestiti rispetto all'anno precedente) inizia, infatti, la sua risalita tra la fine del 2015 e gli inizi 2016 (Figura 5). Il periodo resta di crescita costante, positiva e continua fino ad arrivare a segnare +2% nel novembre 2021, sempre rispetto ai 12 mesi precedenti.

In effetti, dal febbraio 2020 in poi, la media della crescita tendenziale è stata di circa 3,5%, ampiamente superiore alla media degli ultimi anni (0,4%, 2012-2021). Nel pieno della crisi Covid i prestiti bancari al settore privato non finanziario hanno avuto un vero e proprio balzo, anche per via dello stimolo da parte delle politiche fiscali.

**Figura 5 Tassi di variazione a 12 mesi dei prestiti bancari a società non finanziarie nazionali corretti per l'effetto delle cartolarizzazioni (Mensili, 01/2012-11/2021)**



Fonte 5 Banca d'Italia, Bollettino Economico, gennaio 2022

<sup>7</sup> F. Fiordelisi, *La mia Banca è resiliente*, Ecra, 2022.

Infine, nel prosieguo del trattamento, segnaliamo alcuni aspetti che influenzano le prospettive di crescita degli investimenti delle imprese, più microeconomici ed endogeni, ossia fondati sulle caratteristiche delle imprese e delle scelte di investimento. Scomponiamo così l’analisi dell’andamento degli investimenti nelle imprese guardando più attentamente alle caratteristiche del sistema imprenditoriale, la complessa struttura dell’offerta nel nostro Paese, in base a tre aspetti:

1. le sue dinamiche demografiche, perché il volume e le caratteristiche delle imprese sono la base produttiva su cui innescare il ciclo di investimenti e sviluppo, approfondendo sia i temi della creazione d’impresa che le sue caratteristiche;
2. le principali sfide che le imprese italiane devono affrontare, in termini di capacità di sviluppo, competitività e adattamento ai cambiamenti strutturali cui andiamo incontro, ossia la digitalizzazione e la sfida ecologica;
3. le caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese, alla luce di quanto accaduto negli ultimi tempi.

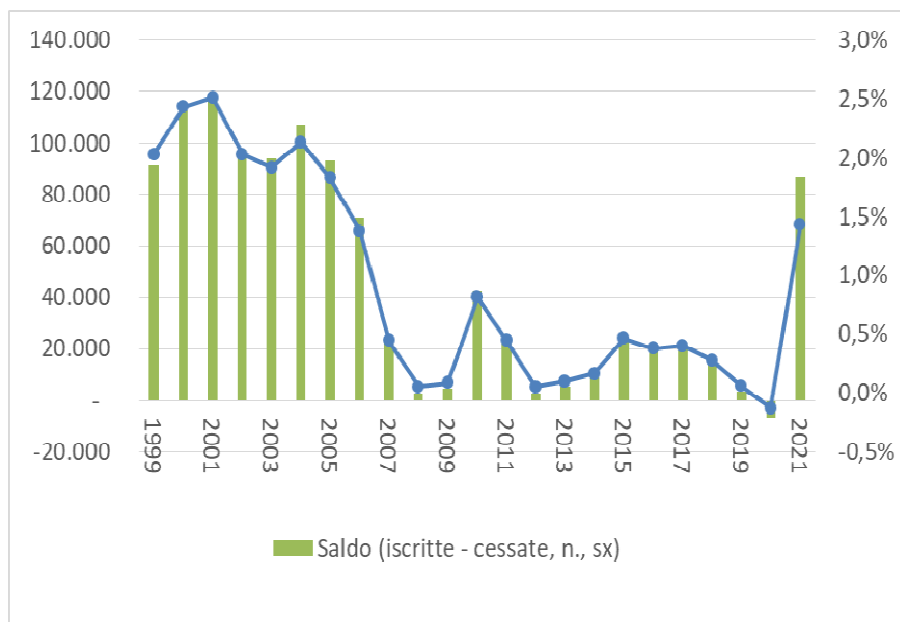
In tutte queste aree di indagine, di fatto, non si può non nascondere il fatto che la pandemia non ha altro che accelerato percorsi in atto, evidenziando opportunità di cambiamento e minacce note, sulle quali il tessuto imprenditoriale e finanziario non può che reagire positivamente.

### ■ 1.3 La demografia delle imprese

Il tasso di imprenditorialità nel nostro Paese è andato progressivamente riducendosi nel tempo. Se ai primi anni duemila in Italia si aveva un saldo netto di imprese annuo, la differenza tra iscritte e cessate nei registri camerali<sup>8</sup>, positivo e superiore alle 100 mila, la crisi del 2008 ha rappresentato una battuta d’arresto enorme, rendendo il saldo leggermente positivo, che si è attestato intorno alle 20 mila imprese annue fino al 2019, per poi essere negativo nel 2020 e rimbalzare positivamente nel 2021. Di conseguenza, in termini relativi, il tasso di iscrizione netta (ossia il saldo in rapporto alle imprese registrate), si è ridotto passando da poco più del 2% annuo nei primi anni duemila, scendendo a livelli inferiori allo 0,5% dopo la crisi del 2008 per essere negativo nel 2020, per effetto della pandemia. Dunque, il Covid non ha rappresentato che l’epifenomeno di un percorso in corso. L’effetto delle varie crisi sul volume delle imprese è un dato, posto che la numerosità delle imprese non è di per sé un valore. Ad esempio, molte imprese hanno subito processi di fusione e aggregazioni. Oltretutto, l’effetto volume è sempre da considerare in ragione dell’effetto sulla qualità e le caratteristiche dimensionali delle stesse (Figura 6).

<sup>8</sup> Movimprese – Unioncamere, <https://www.infocamere.it/movimprese>.

Figura 6 Il saldo delle imprese e Tasso iscrizioni nette, 1999-2021



Fonte 6 Ns elaborazioni su dati Movimprese-Infocamere e ISTAT, ISTAT Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo, estrazione 26 febbraio 2022

Ciò nonostante, in valori assoluti il numero delle imprese italiane resta sempre molto alto. L'Italia si conferma un Paese comunque molto creativo, intraprendente e pieno di *animal spirit*. Le caratteristiche del tessuto imprenditoriale sono note: il 90% delle imprese ha meno di dieci addetti in media e occupano metà degli occupati complessivi italiani. Oltre a ciò, altra grande caratteristica del sistema italiano è che molta impresa è di tipo familiare, aspetto che andrebbe approfondito nelle sue varie sfaccettature. In sostanza, sono oltre 6 milioni le imprese registrate (dati camerali), oltre 5 milioni quelle attive. Durante il Covid le cessazioni sono state superiori alle iscrizioni di circa 10 mila imprese in media l'anno (Tabella 2).

Tabella 2 Imprese Registrate, Attive, Iscritte e cessate, 2019-2021

Totale	Registrate Totali	Attive Totali	Iscritte totali	Cessate Totali	Saldo
2019	6.091.971	5.137.678	353.052	362.218	- 9.166
2020	6.078.031	5.147.514	292.308	307.686	- 15.378
2021	6.067.466	5.164.831	332.596	344.436	- 11.840

Fonte Movimprese-Infocamere

Anche in questo caso, sono forti le differenziazioni regionali: il 32% delle imprese registrate nel 2020 erano collocate nel Mezzogiorno. Lo spaccato regionale delle dinamiche post Covid di fatto consegna una situazione abbastanza positiva ma differenziata a livello regionale. Le imprese registrate nel 2021 crescono dell'1,4% in tutta Italia, nel 2020 praticamente sono cresciute di poco sopra lo zero. Nelle Regioni del Mezzogiorno crescono a valori superiori della media italiana. Tra le Regioni più sviluppate, tranne la Lombardia, quasi tutte sono al di sotto della media italiana. Stessa classifica si ha durante l'anno del Covid, quando i tassi negativi sono stati prevalentemente nelle Regioni più sviluppate. Il freno all'imprenditorialità durante il Covid è stato maggiore nelle Regioni più ricche (Tabella 3).

**Tabella 3 Imprese Registrate, iscrizioni, Cessazioni e tassi di crescita 2020-2021, per Regioni**

Regioni	Iscrizioni	Cessazioni	Saldo	Stock al 31/12/2021	Stock al 31/12/2020	Tasso di crescita 2021	Tasso di crescita 2020
PIEMONTE	24.958	20.288	4.670	428.476	426.314	1,10	-0,23
VALLE D'AOSTA	610	508	102	12.256	12.212	0,84	-0,02
LOMBARDIA	57.177	42.977	14.200	952.492	949.399	1,50	0,30
TRENTINO A. A.	6.069	4.583	1.486	111.378	110.324	1,35	0,38
VENETO	25.043	21.222	3.821	479.437	479.692	0,80	-0,38
FRIULI V. G.	5.126	4.472	654	100.443	101.220	0,65	-0,58
LIGURIA	8.313	6.753	1.560	162.629	161.349	0,97	-0,24
EMILIA ROMAGNA	24.136	20.722	3.414	451.242	449.361	0,76	-0,49
TOSCANA	22.121	17.987	4.134	408.533	410.209	1,01	-0,07
UMBRIA	4.310	3.689	621	94.674	94.202	0,66	0,13
MARCHE	8.289	7.450	839	165.443	166.661	0,50	-0,58
LAZIO	37.618	23.417	14.201	614.026	657.968	2,16	1,03
ABRUZZO	7.205	5.723	1.482	149.630	148.373	1,00	0,22
MOLISE	1.608	1.461	147	34.991	35.167	0,42	-0,40
CAMPANIA	34.403	21.671	12.732	612.850	602.634	2,11	1,09
PUGLIA	21.967	14.086	7.881	386.801	382.535	2,06	0,80
BASILICATA	2.774	2.060	714	60.656	60.582	1,18	0,31
CALABRIA	9.130	6.091	3.039	190.799	188.041	1,62	0,69
SICILIA	22.915	15.214	7.701	478.967	471.289	1,63	0,78
SARDEGNA	8.824	5.635	3.189	171.743	170.499	1,87	0,91
<b>ITALIA</b>	<b>332.596</b>	<b>246.009</b>	<b>86.587</b>	<b>6.067.466</b>	<b>6.078.031</b>	<b>1,42</b>	<b>0,32</b>

Fonte Movimprese-Infocamere

Al netto di ciò, la pandemia, innestandosi nel percorso che abbiamo rappresentato, non ha sortito gli effetti negativi che si immaginavano, ossia il tracollo della base imprenditoriale. Si sa bene che le crisi hanno spesso un'onda lunga, che si riverbera nel medio termine anche sulla capacità delle imprese di “continuità aziendale” oltre che nelle prospettive che producono quel clima di fiducia che è generativo di nuova impresa. Non bastano degli incentivi o dei fondi per creare nuove start-up d'impresa (pur

sempre necessari) ma anche un clima che non mortifica l'imprenditorialità, che motiva gli investimenti e il rischio di impresa rispetto alle prospettive future. Su questo il contesto finanziario e dei servizi professionali possono giocare un ruolo combinato e rilevante in tal senso.

Dentro la dinamica demografica del recente passato, è utile guardare anche alle dinamiche per tipologie di imprese. Il risultato è abbastanza inequivocabile, sia se guardiamo le variazioni annue nel 2020 e 2021 per le imprese registrate (Figura 7) sia se analizziamo gli andamenti per imprese attive (Figura 8). Le società di capitali rispondono meglio alla crisi, registrando tassi di crescita positivi e ampiamente superiori a quelli di tutte le imprese, sia tra le registrate che tra le imprese attive. Società di persone e ditte individuali si riducono ampiamente nei due anni, le prime in misura maggiore.

Discorso a parte è bene fare per le cooperative, che, dentro il mondo delle società di capitali attive, segnano numeri in decrescita, leggera e continua anche durante il Covid (-1,3% le cooperative attive in Italia a fine 2021 rispetto all'anno precedente, 76.517 in tutto; l'anno precedente rispetto al 2019 si riducevano dello 0,6, dati camerali delle cooperative attive)<sup>9</sup>. In Italia, si fanno meno cooperative l'anno: otto anni fa se ne facevano 8 mila l'anno, nel 2021 ne sono nate 2676.

Una prima considerazione, perciò, infine, ha senso fare in ragione di una impostazione delle politiche di finanza/credito e di sviluppo che evitino o mitighino il rischio derivante dalla riduzione del numero delle imprese (effetto volume): le società di capitali, più strutturate, con maggiori garanzie dal punto di vista degli assetti societari e patrimoniali sono meno esposte alle crisi.

---

<sup>9</sup> Fondosviluppo – Confcooperative, Studi & Ricerche n. 162, febbraio 2022 e n. 132 febbraio 2021.

Figura 7 Imprese Registrate per forma giuridica, 2020-2021

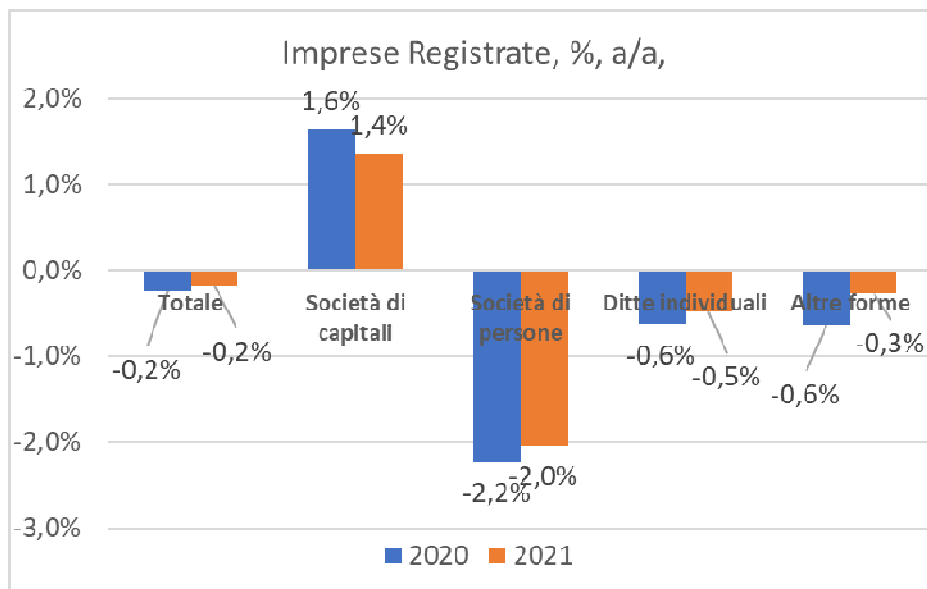
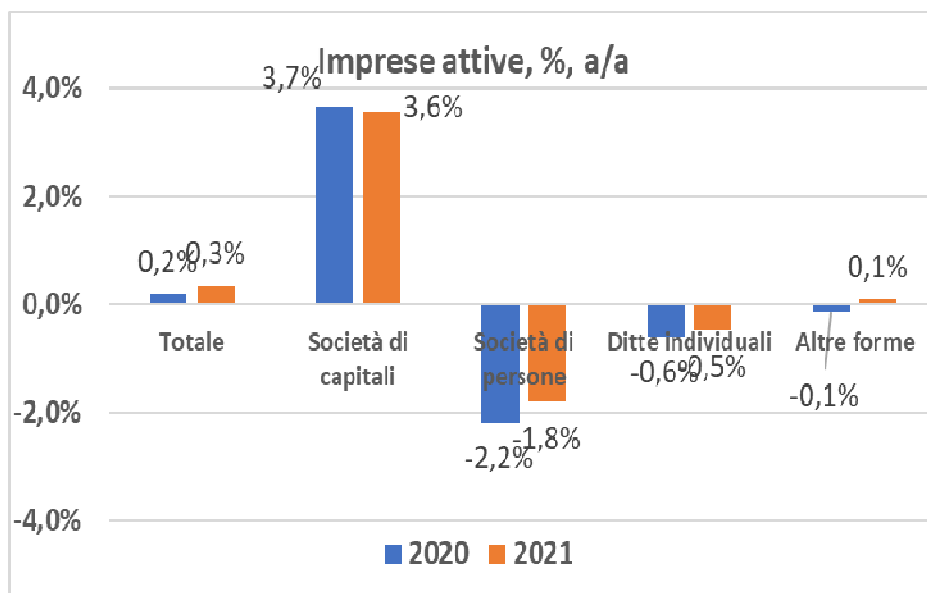


Figura 8 Imprese Attive per forma giuridica, 2020-2021



Fonte 7-8 Ns Elaborazioni su Movimprese-Infocamere

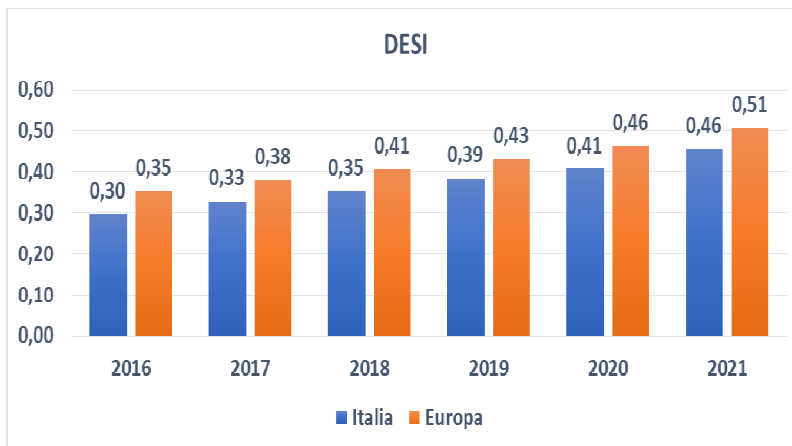
## ■ 1.4 La sfida della digitalizzazione

Dentro questo quadro, le imprese italiane, come quelle di tutti i Paesi europei e delle economie avanzate, stanno affrontando una doppia sfida, quella ambientale e quella digitale. La transizione digitale per l’Italia è una sfida importante, a maggior ragione per le caratteristiche della disseminazione delle nuove tecnologie nella nostra società e nel tessuto economico. Robotica, sensoristica, meccanica di precisione, stampante 3D, *internet of things*, *cloud computing*, *machine learning* e *big data*, realtà aumentata, connessioni iper veloci, solo per citare alcune tecnologie, non sono ancora ampiamente diffuse, sia in termini di possesso delle imprese che in termini di padronanza delle stesse da parte di imprenditori e lavoratori. La pandemia, in tal senso, ha però rappresentato un acceleratore di opportunità, volgendo il mondo, in generale, ad un approccio più ottimistico e meno pessimistico sugli effetti e gli impatti delle nuove tecnologie, dalla cui incorporazione dipende molta della crescita economica, della produttività delle imprese e della competitività del Paese intero.

Di fatto, anche in questo caso il posizionamento italiano nel contesto europeo non è particolarmente favorevole. L’indicatore composito DESI<sup>10</sup>, utilizzato per le comparazioni europee, è composto sostanzialmente da quattro aree di indicatori usati nel confronto internazionale: il livello complessivo della connettività, nelle sue varie forme; il livello della digitalizzazione del capitale umano; il livello di digitalizzazione dei servizi pubblici e il livello di integrazione delle tecnologie digitali nel tessuto imprenditoriale.

Sebbene il posizionamento italiano sia migliorato nel tempo (Figura 9), passando da 0,3 a 0,46 dal 2016 al 2021, in effetti risulta sempre inferiore alla media dell’Unione Europea. La distanza non è particolarmente cambiata durante il Covid, circa 0,05 punti.

**Figura 9** Indice composito DESI, Italia e Europa, 2016-2020



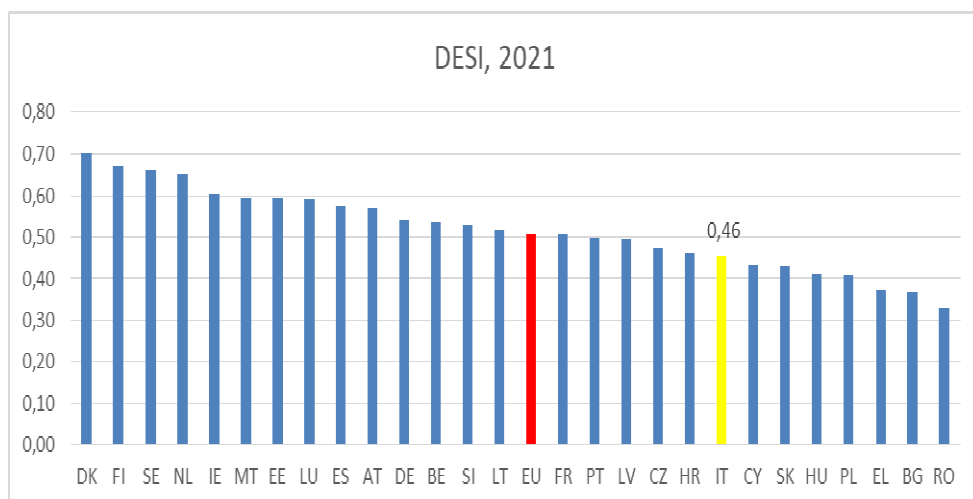
Fonte 9 Desi Index, CE

<sup>10</sup> <https://digital-agenda-data.eu/datasets/desi>.

Nel ranking internazionale nel 2020 eravamo quart’ultimi in Europa, nel 2021 scendiamo di altre 4 posizioni, ma pur sempre infondo alla classifica europea (Figura 10). Al di sotto della media europea siamo in tutti gli indicatori, tranne che in relazione al livello di connettività. Molto distanti dalla media europea lo siamo nelle competenze digitali dei lavoratori, nella digitalizzazione delle attività economica/integrazione delle tecnologie digitali (il numero imprese digitalizzate) e nella digitalizzazione della pubblica amministrazione.

Su tutti questi ultimi tre interventi, l’area di intervento delle politiche pubbliche, come si dirà successivamente in relazione al PNRR, della finanza a supporto delle stesse ma della stessa finanza bancaria tradizionale è ampia e merita oltre che attenzione, in termini di risorse, anche il giusto ingaggio nell’approccio. Concorrere al migliore posizionamento del nostro Paese nella digitalizzazione costituisce un pezzo di leva di investimenti importante e non più procrastinabile.

Figura 10 DESI 2021, Ranking tra paesi EU27

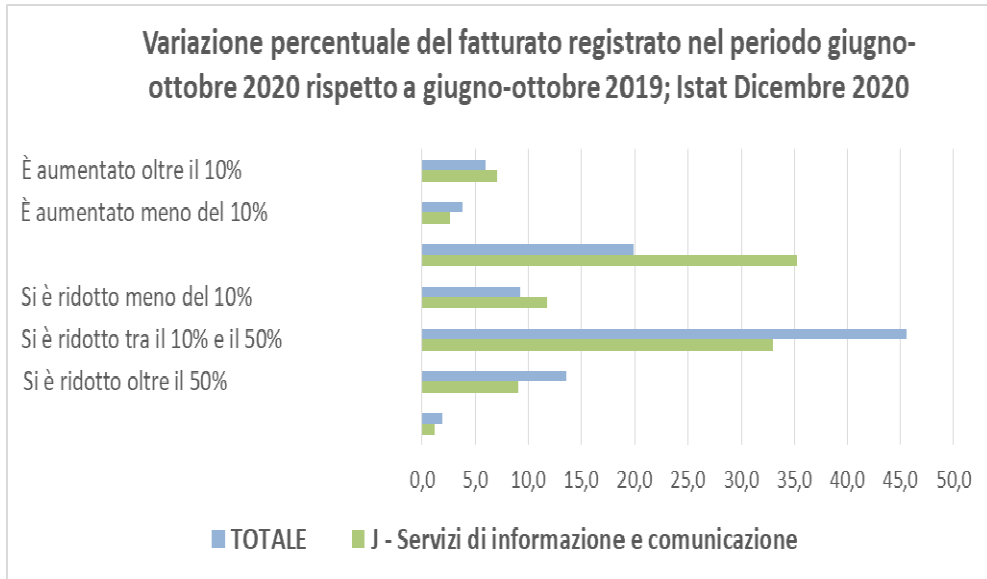


Fonte 10 Desi Index, CE

D'altronde senza dubbio, la crisi pandemica ha accelerato il processo di digitalizzazione anche in Italia, creando al contempo opportunità e divari tra persone e imprese, tra chi già in possesso (o nel processo) di un alto livello di “connessione, competenze e integrazione digitale” e chi non lo è. Nel pieno della pandemia (da Indagine ISTAT del dicembre del 2020) sull’impatto del Covid sulle Imprese, emergevano alcune considerazioni che, di fatto, poi si sono sostanzialmente avverate.

Le imprese del settore ICT (Macro Settore Ateco J) prevedevano un fatturato in crescita in media e in misura superiore alle imprese italiane: circa il 45% delle imprese del settore immaginavano un fatturato stabile o in crescita, contro il 28% circa delle imprese italiane. Il 32% delle imprese del settore prevedevano riduzioni del fatturato tra il 10% e il 50%, a fronte del 45% delle imprese italiane (Figura 11).

Figura 11 Previsioni di fatturato durante Covid, Imprese settore Atecoj



Fonte 11 Istat, Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza Sanitaria Covid-19, dicembre 2020

Tra l'altro, la stessa indagine affermava che solo il 10% delle imprese italiane prima dell'emergenza Covid comunicava internamente in maniera digitale, attraverso video conferenze e instant messaging e che oltre il 70% delle imprese intervistate del campione era sprovvista di tecnologie per il lavoro a distanza (servizi di cloud, virtualizzazione delle postazioni di lavoro, ecc.), poche prevedevano di utilizzarle nel futuro, il 10%, di fatto, già le possedeva. Perciò, il Covid ha rappresentato un forte acceleratore di investimenti, di innovazione e di uso delle nuove tecnologie<sup>11</sup>.

A conferma di ciò, vi è anche appunto il risultato di crescita delle imprese che appartengono al settore informatico e alle nuove tecnologie, assieme alle previsioni di crescita per il 2022 delle stesse. Analizzando le imprese che insistono nei settori dell'informazione e comunicazione, nonché dell'elettrotecnico e della stessa informatica, il valore complessivo dei fatturati 2019 risultava pari a 160 miliardi di euro (su 2,4 mila miliardi di fatturati complessivi delle imprese, dati Cerved). Le variazioni registrate nel 2020 sono state migliori rispetto alla media italiana (che è stata di poco inferiore a -10%), ossia -8,6% per le imprese dell'informazione e comunicazione e -7% per le imprese dell'elettrotecnica e dell'informatica. Le prospettive del 2021 e del 2022 per le imprese appartenenti a questi settori sono superiori alle medie italiane e ampiamente

<sup>11</sup> Istat, dicembre 2020, Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza Sanitaria Covid-19 <https://www.istat.it/it/archivio/251618>.

positive, con una previsione di + 15,3 nel 2022 per le imprese dell’informatica. Sul triennio di fatto, questi settori rientrano tra i migliori per le performance attese, nel ranking dei primi dieci settori per migliori performance. Ci si attende una crescita dei fatturati complessiva, tra il 2019 e il 2022, del +31% ad esempio per le imprese del settore delle tecnologie per le telecomunicazioni<sup>12</sup>.

## ■ 1.5 La sfida ecologica

Con la strategia “fit for 55”<sup>13</sup>, l’Unione Europea si è posta l’obiettivo di ridurre le emissioni nette di gas serra di almeno il 55% entro il 2030, rispetto ai livelli del 1990, e di azzerarle per il 2050, per evitare che la terra superi di 1,5 gradi l’aumento della sua temperatura globale nei prossimi venti anni (dato ormai abbastanza certo per il 2030). Le implicazioni su società ed economia sono innumerevoli, come ci ricordano gli obiettivi dello sviluppo sostenibile dell’Agenda ONU 2030<sup>14</sup>.

La desertificazione e la deforestazione, l’innalzamento dei livelli dei mari (e l’erosione della costa), il riscaldamento delle acque (con gli effetti sulle biodiversità che immaginiamo), la scarsità di acqua, l’aumento degli eventi climatici estremi (inondazioni, ecc.), il rischio idrogeologico sempre più forte, sono i principali effetti del riscaldamento globale. Le conseguenze sul sistema economico e sociale, i cui effetti iniziano ad intravedere, sono tanti, soprattutto laddove la transizione verso un sistema economico meno impattante sull’ambiente non assumerà forme sostenibili anche dal punto di vista economico, senza portare al collasso le imprese tra costi crescenti e nuove normative da applicare, e sociale, senza perdere occupati e mantenendo un livello di accesso di beni e servizi alla portata di tutti, evitando maggiori disuguaglianze.

A tal proposito le differenze dell’impatto sul cambiamento climatico tra i settori sono abbastanza evidenti: un terzo delle emissioni (dato 2019, poco meno di 400 milioni di tonnellate) derivano dai consumi nei trasporti, sia domestici che internazionali, un quinto derivano dal mondo industriale, un quarto dalla produzione energetica, poco più del 7% dalla agricoltura.

Se nel complesso la riduzione delle emissioni è in corso per il nostro Paese, in alcuni settori il peso delle emissioni rispetto al totale è cresciuto: principalmente in agricoltura, nei trasporti e negli usi domestici e residenziali (Figura 12)<sup>15</sup>. Un riguardo particolare, come si dirà più avanti, alle politiche e ai sostegni finanziari verso questi settori per la riduzione delle emissioni si rende necessario e il PNRR in questo si attiva.

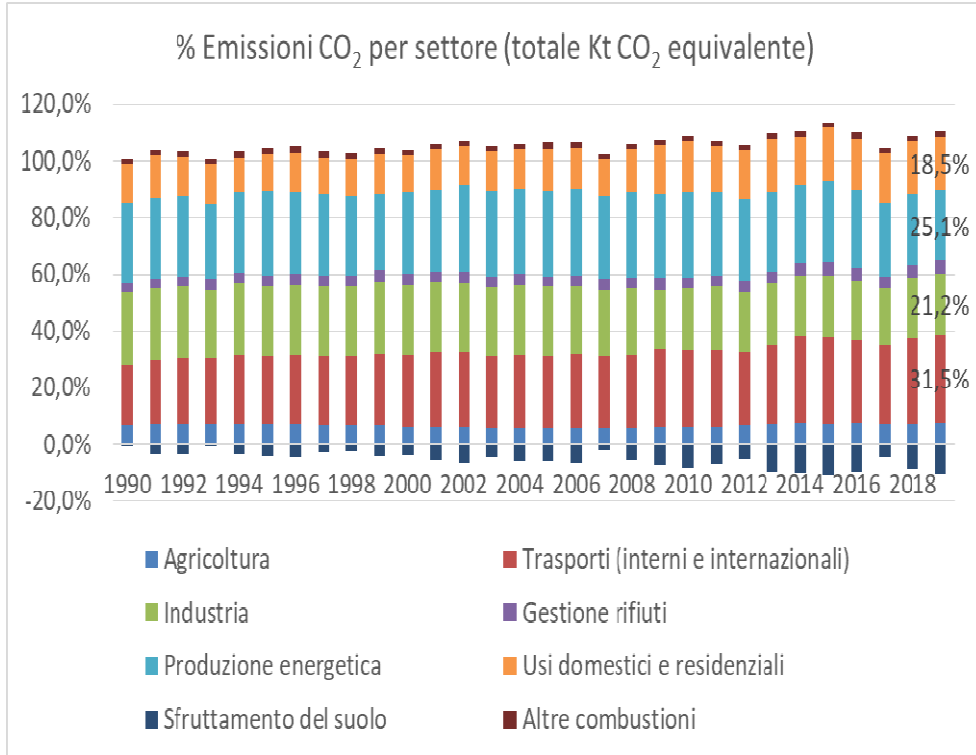
<sup>12</sup> Cerved Industry Forecast, dicembre 2021.

<sup>13</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_21\\_3541](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_21_3541).

<sup>14</sup> Agenda 2030, <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>.

<sup>15</sup> <https://www.eea.europa.eu/data-and-maps/data/data-viewers/greenhouse-gases-viewer>.

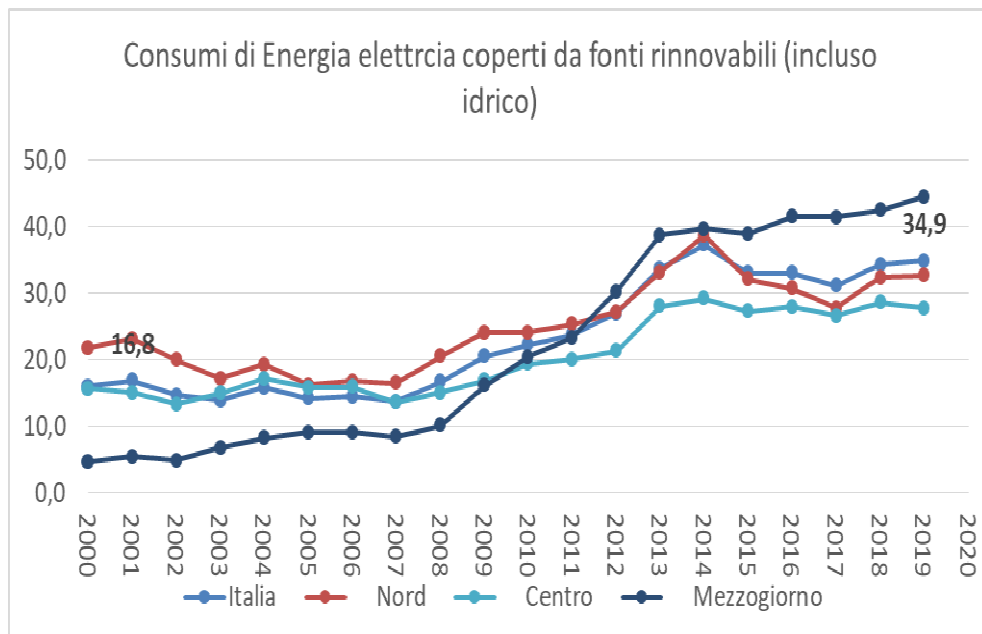
Figura 12 Emissioni Globali di CO<sub>2</sub> per settore (Kt di CO<sub>2</sub> equivalente), 1990-2020



Fonte 12 Agenzia Europea per l'Ambiente, estrazione 4 marzo 2022

La stessa strategia europea, inoltre, al fine di ridurre la dipendenza da fonti fossili, ha l'obiettivo di avere almeno il 40% dell'energia prodotta da fonti rinnovabili entro il 2030, il che significa raddoppiare l'attuale quota di rinnovabili del 19,7% in un solo decennio. Oggi la quota di consumi energetici coperti da produzione da fonti rinnovabili è pari al 35% circa in Italia, con le dovute differenziazioni tra nord e sud, con il Mezzogiorno che riesce a coprire (ovviamente) una quota maggiore visto il surplus di energia prodotta da solare e eolico. Agli inizi degli anni duemila, la quota era praticamente meno della metà, pari al 17% (Figura 13).

Figura 13 Consumi energetici coperti da Fonti rinnovabili (% , 2000-2020), per Macro Regioni



Fonte 13 Istat, Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo<sup>16</sup>

Dunque, la sfida ecologica riguarda in misura parimenti mondo della produzione, sia in termini di produzione energetica de-carbonizzata, sia nello sviluppo di sistemi produttivi che riducono i consumi o addirittura che sono neutrali dal punto di vista climatico. Gli investimenti, sia sul lato delle produzioni dirette che sugli investimenti per innescare percorsi di economia circolare o riduzione dei consumi nelle filiere produttive, sono ampi. Da un lato, certamente, ci sono inevitabili costi, dall’altro si paventano possibili opportunità di sviluppo per le stesse imprese: la sostenibilità è correlata positivamente alla produttività e alla redditività delle imprese. Oltre a ciò, sono pervisti ingenti investimenti anche nelle competenze “green”, visto il fabbisogno di lavoratori necessari a far crescere gli investimenti, stimati in 2,4 milioni fino al 2025<sup>17</sup>.

Con le dovute differenze rispetto ai bilanciamenti dentro il mondo imprenditoriale, visto che, di fatto, i consumi energetici sono per la gran parte legati al mondo delle imprese industriali e agricole.

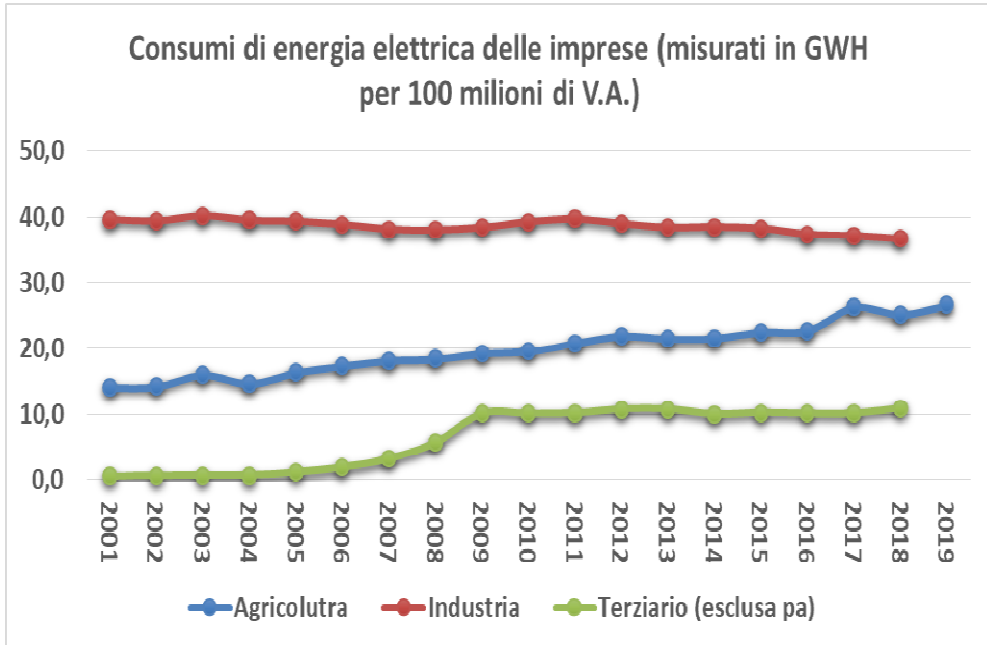
Se li misuriamo in base ad un indice proporzionato alla dimensione economica (GWh per 100 milioni di Valore aggiunto prodotto), di fatto, i consumi energetici elettrici nelle

<sup>16</sup> <https://www.istat.it/it/archivio/16777>.

<sup>17</sup> Focus Censis-Confindustria, “Sostenibilità, investire oggi per crescere domani”, novembre 2021.

imprese industriali sono i più alti, pari al 35% di GWH per 100 milioni di euro di Valore aggiunto (a valori concatenati - anno di riferimento 2010) ma si riducono di 5 punti nell’ultimo ventennio. Diversamente accade per le imprese in agricoltura, che salgono dal 15% al 25% dei consumi nazionali, così come per le imprese del terziario (escluse le PA) i cui consumi crescono fortemente nell’ultimo ventennio, fino ad arrivare all’11% (Figura 14).

**Figura 14 Consumi di energia elettrica delle imprese dell’agricoltura, dell’industria e del terziario- servizi vendibili**



Fonte 14 Istat, Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo

In questo contesto così complesso, occorrono alcune considerazioni rispetto alla transizione ecologica. Molte imprese attive nei settori più impattanti (trasporti, industria, agricoltura) nel nostro Paese sono di dimensioni minori, sono più esposte ad una concorrenza basata sui prezzi, dove i margini non sono elevati, dove esistono anche forme di concorrenza sleale (come per le cooperative spurie), dove i livelli di scolarizzazione della forza lavoro e dell’imprenditoria sono più bassi e, spesso, dove non tutte le imprese italiane rispettano le regole comuni, rispettano i contratti collettivi nazionali e norme tributarie.

Perciò, le imprese in questi settori, nelle loro scelte “ambientali”, sono condizionate e possono ritenerle meno convenienti. Il rischio reale, quindi, è che i costi della transizione ecologica si ribaltino facilmente sui prezzi di vendita. Soprattutto nei settori, come il trasporto merci, dove il mark-up è stretto.

In ogni caso, vi è comunque spazio per intensificare gli investimenti nelle produzioni di energie rinnovabili, negli investimenti di efficientamento, anche nell’ottica del riuso e dell’economia circolare, nell’agricoltura come nei consumi residenziali, visto che il patrimonio italiano è per la gran parte datato e costruito prima degli anni sessanta, così come nell’ implementazione della mobilità sostenibile per merci e persone. Ciò che il Covid ci lascia è un mandato più chiaro a correre su questo lato e le risorse alla fine non mancano, come si dirà dopo, nell’analisi delle politiche e delle scelte finanziarie.

## ■ 1.6 La struttura finanziaria delle imprese

La dimensione delle imprese italiane è molto varia e varia anche dalle forme giuridiche che esse assumono. Il quadro, che deriva da una lettura di alcuni indicatori economici e finanziari<sup>18</sup>, di uno spaccato rilevante dal punto di vista economico delle imprese italiane, ci offre alcuni spunti di indagine ulteriori rispetto al ruolo della finanza e dello sviluppo degli investimenti nel nostro Paese.

Intanto, una premessa. Le imprese sono diverse per varie ragioni ma tutte hanno ampia dignità di “sopravvivenza” nel mercato e nel contesto economico. La pluralità delle forme imprenditoriale, la biodiversità imprenditoriale sono esse stesse una fonte generatrice di ricchezza, compreso il settore finanziario e bancario.

Dentro questo spaccato, comunque semplificato rispetto al complesso panorama italiano, distinguiamo perciò nell’analisi (tralasciando le altre forme di impresa, come i consorzi e le imprese individuali):

1. società di capitali: ossia società per azioni, anche a socio unico, società a responsabilità limitata, a socio unico o semplificate o capitale ridotto, società in accomandita per azioni;
2. società di persone: società a nome collettivo, società in accomandita semplice, società di fatto o semplice;
3. società cooperative: a responsabilità limitata o per azioni, piccole cooperative, società cooperative consortili, mutue e cooperative sociali.

Queste ultime, di fatto, rispondono ad una funzione diversa rispetto alle imprese esclusivamente profit perché strutturalmente diverse. Questi, in estrema sintesi, sono gli elementi che le differenziano: aggregazione democratica dei soci e scelte democratiche della governance (“una testa un voto”), non orientamento al profitto individuale, riserva legale alimentata da parte degli utili, indivisibilità dei patrimoni tra i soci, partecipazione dei soci alla governance, alla proprietà oltre che allo scambio mutualistico, fondamentale per la gestione dell’impresa e la sua mission, sia in termini di prodotti o servizi erogati/acquistati da utenti/clienti, che di servizi sociali restituiti alla comunità,

---

<sup>18</sup> Lettura Comparata attraverso indicatori e aggregati di bilancio estratti il 22 febbraio 2022 dalla Banca Dati AIDA – Bureau Van Dijk.

che di prodotti e servizi conferiti alla cooperativa per loro valorizzazione, di lavoro redistribuito tra i soci.

Prendendo a riferimento le sole imprese italiane con bilancio disponibile 2020 e con fatturato superiore a 2 milioni di euro e almeno 10 dipendenti, circa 82,5 mila imprese, di fatto PMI e grandi imprese, il cuore economico del Paese imprenditoriale, abbiamo che sostanzialmente il 95% sono società di capitali e il 5 % sono cooperative. Le società di persone sono poco meno dell'uno per diecimila. La distribuzione territoriale delle imprese analizzate, benché sia abbastanza correlata al fatto che si analizza un campione di imprese maggiormente performanti dal punto di vista economico, non sorprende: il 28% delle imprese sono localizzate in Lombardia, seguono il Veneto con il 12,5%, l'Emilia Romagna con il 10,6%, il Lazio con il 7,5%, il Piemonte con il 7,2%, la Toscana con il 6,6% e via discorrendo il resto delle regioni. Le imprese localizzate nel Mezzogiorno di fatto sono circa il 15% del panel (Figura 15).

**Figura 15 Distribuzione regionale Imprese (almeno PMI)**

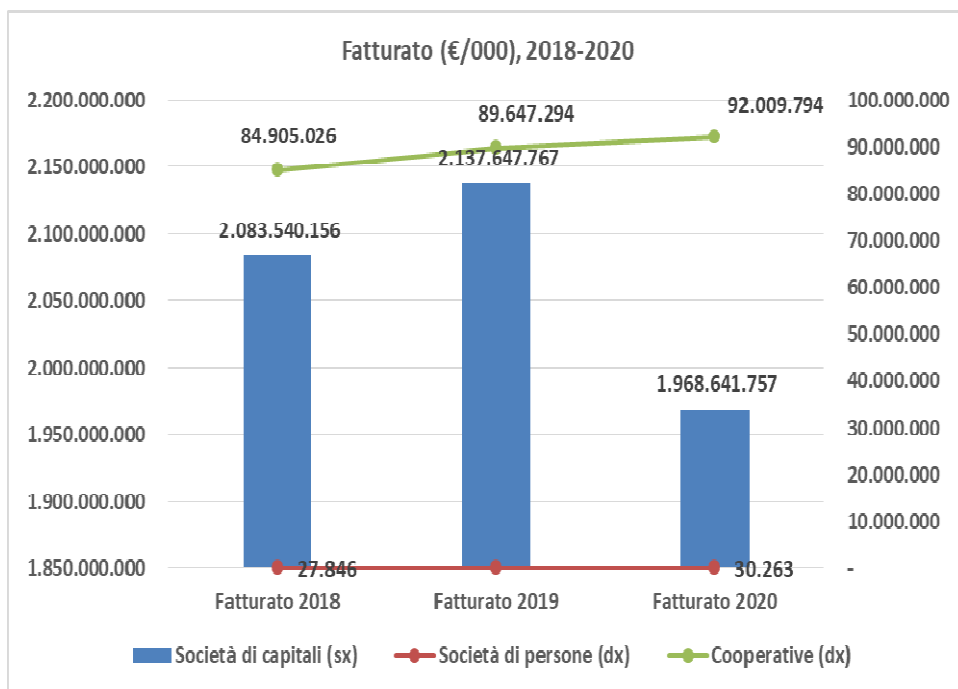


Fonte 15 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Queste imprese rappresentano il cuore dell'economia italiana e sicuramente lo spaccato più ricco. Nel 2020 si tratta di poco più di 2 mila miliardi di fatturato. In termini assoluti rispetto al 2018 si tratta di 108 miliardi di fatturato persi, rispetto al 2019, si tratta di 166 miliardi. L'effetto delle variazioni dei fatturati è stato differente a seconda delle tipologie di impresa. Se per le imprese in generale si è trattato di una contrazione del 7,5% dei fatturati tra il 2019 e il 2020, per le società di capitale si è trattato di -8%, per le cooperative invece si è trattato di un'inaspettata crescita +2,6% (circa 92 miliardi in valore assoluto), in controtendenza rispetto al resto delle imprese (anche se anche nel biennio precedente il tasso di crescita dei fatturati cooperativi, +5,6%, è stato superio-

re a quelli registrati dalle società di capitali, +2,6%). Così l'incidenza del fatturato delle cooperative rispetto al totale delle imprese presenti nel panel in oggetto sale dal 3,9% del 2018 al 4,5% nel 2020. Le società di persone riducono i loro fatturati del 9,5%, a conferma della maggior esposizione al rischio e agli impatti negativi della crisi, anche se in valore assoluto sono molto marginali nel panel, poco più di 30 milioni di euro di fatturati aggregati (Figura 16).

**Figura 16 Fatturato aggregato per forma giuridica, 2018-2020**

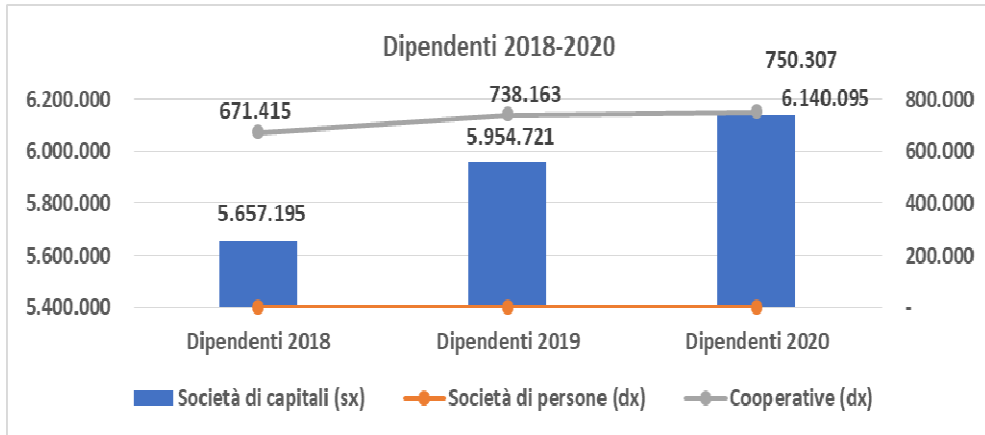


Fonte 16 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Invece, dal punto di vista della situazione occupazionale, il panel di imprese ci rappresenta, rispetto alla crisi pandemica, una situazione che poteva essere abbastanza inaspettata se non ci fossero state le politiche straordinarie di riduzione dei licenziamenti e di ammortizzatori sociali straordinari. Infatti, i dipendenti nel 2020, da bilanci analizzati, risultano essere in crescita rispetto al 2018 e rispetto al 2019. In valore assoluto si tratta di circa 6,9 milioni di dipendenti (circa la metà dei lavoratori dipendenti del settore privato italiano), il 3% in più rispetto al 2019 (+197 mila dipendenti), rispetto al 2018 la crescita è quasi del 9%. Di questi, circa 750 mila sono nel mondo cooperativo (circa il 60% de movimento cooperativo nel complesso). Le performance anche in questo caso si differenziano: nel 2019, rispetto al 2018, i dipendenti cooperativi crescono del 10%, quelli delle società di capitali del 5,3%, nelle società di persone del 25%. Nell'anno del

Covid, il risultato è +3,1% per le società di capitali, +14% per quelle di persone e +1,6% per le cooperative. In questo caso, le cooperative raggiungono così un'incidenza dell'11% degli occupati delle imprese italiane presenti nel panel (Figura 17).

Figura 17 Dipendenti aggregati per forma giuridica, 2018-2020

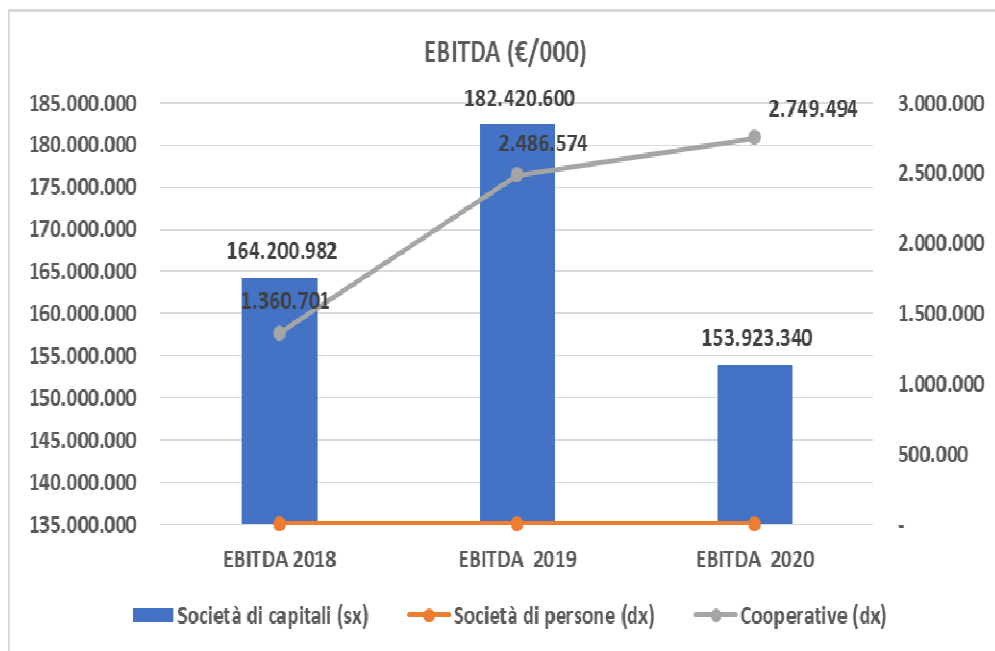


Fonte 17 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Analizzando più nel dettaglio il conto economico aggregato e i più importanti margini di redditività (EBITDA e UTILE NETTO), l'impatto del Covid assume una conformazione più precisa e delineata. L'Ebitda aggregato (il risultato al lordo di deprezzamenti e svalutazioni, ammortamenti, oneri finanziari e imposte) ovviamente durante l'anno del Covid si riduce del 15%, di circa 30 miliardi di euro, inferiore anche al risultato del 2018. Con poco meno di 3 miliardi di margine le cooperative pesano per l'1,8% del totale, un'incidenza più bassa di quella registrata sul fatturato o sui dipendenti, a dimostrazione di una realtà imprenditoriale che non mira ai margini e al profitto ma alla remunerazione mutualistica dei soci. Infatti, il valore medio dell'EBITDA per una cooperativa è di 2,7 milioni di euro, per una società di capitali (sempre sostanzialmente PMI o grande impresa) è di 24,7 milioni di euro (Figura 18).

Ciò nonostante, l'andamento dell'aggregato per le cooperative risulta in crescita del 10%, a differenza delle società di capitali in cui l'EBITDA si riduce del 15%, sempre tra il 2019 e il 2020. I valori medi si riducono per tutti, -2% per le cooperative e -19% per le società di capitali, a dimostrazione di un generale abbassamento dei livelli di redditività operativa per singola impresa. I costi del Covid e della sua gestione (materie prime, costo del lavoro straordinario, costi di trasporto straordinari, acquisti dei dispositivi, ecc.), in tal senso, più che la riduzione dei fatturati e del volume d'affari, hanno contraddistinto questo periodo per le imprese.

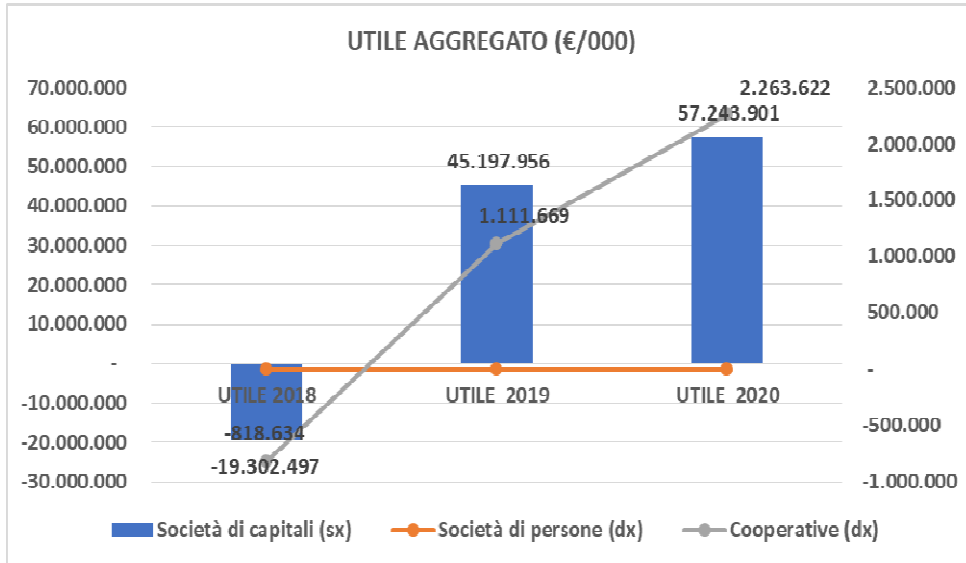
Figura 18 EBITDA aggregato per forma giuridica, 2018-2020



Fonte 18 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

L'andamento migliore del risultato d'esercizio aggregato, che cresce nel complesso di 13 miliardi, conferma la considerazione sulla gestione economica della crisi da parte delle aziende, che grazie ad alcuni provvedimenti straordinari, comprese le dilazione degli ammortamenti, i crediti di imposta straordinari, le proroghe dei tributi e i sostegni straordinari, sia in forma di contributi che di nuova liquidità, nonché le moratorie sui debiti, hanno permesso alle imprese di chiudere sostanzialmente positivamente, probabilmente posticipando nel tempo costi e oneri della crisi (Figura 19).

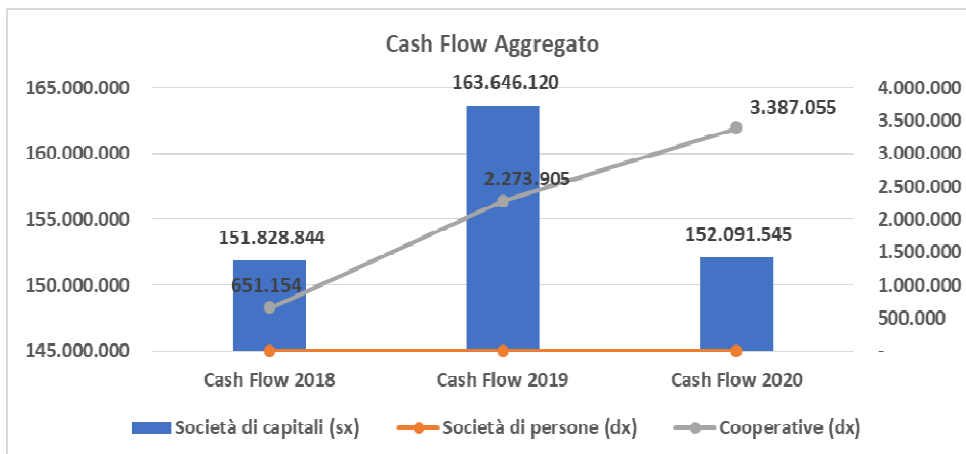
Figura 19 Utile Aggregato per forma giuridica, 2018-2020



Fonte 19 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Anche l’analisi del flusso di cassa di gestione “Cash flow” conferma le affermazioni appena riscontrate. Si riduce il flusso di cassa durante il Covid del 6%, con una controtendenza per le cooperative, anche se incidono per il 2% sull’intero ammontare del cash flow, pari a poco più di 156 miliardi di euro nel 2020, di quasi 10 miliardi in meno che nell’anno precedente (Figura 20).

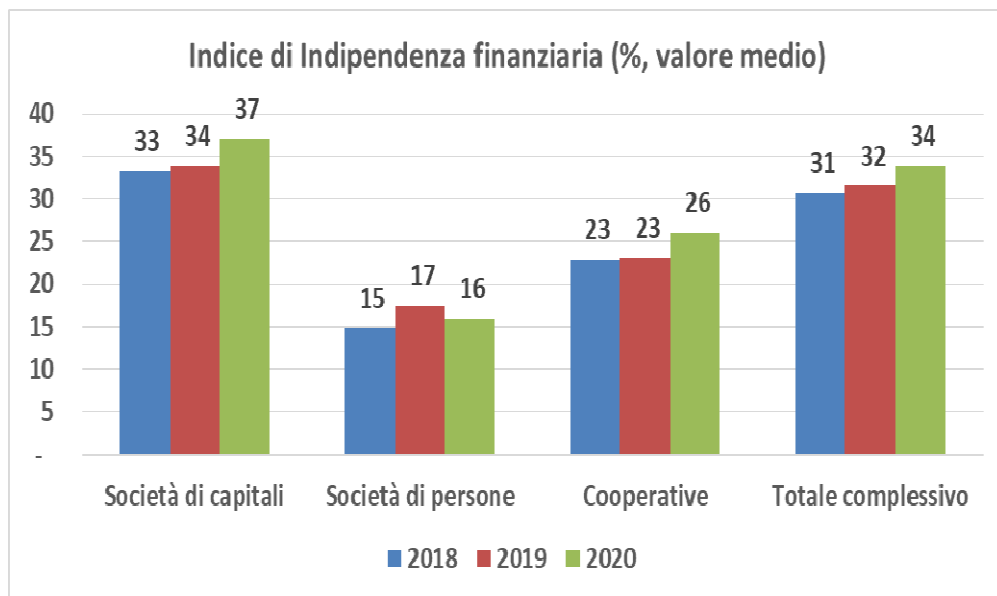
Figura 20 Cash Flow aggregato per forma giuridica, 2018-2020



Fonte 20 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Infine, analizzando, invece, la struttura dello stato patrimoniale, troviamo durante e dopo il Covid una situazione abbastanza nota dal lato della struttura patrimoniale. Intanto, l'indipendenza finanziaria (ossia il rapporto tra patrimonio netto e totale del passivo) denota un livello generale di patrimonializzazione media delle imprese non particolarmente elevato, seppure in crescita durante il Covid. Nelle imprese italiane del panel, 3 euro su 10 tra le fonti dell'impresa sono proprie, capitali di rischio e riserve sociali. Il livello cresce del 2% tra il 2019 e il 2020 e non si discosta particolarmente dai valori del 2018. Ovviamente, le società di persone hanno un livello di indipendenza finanziaria più basso e che peggiora durante il Covid. Per le società di capitali questo è più elevato, quasi 4 euro su 100, d'altronde la raccolta di capitali propri è il primo investimento, che deve essere remunerato ed essere profittevole per i soci di un'azienda classicamente capitalista. Le cooperative sono relativamente sotto la media totale, con il 26% nel 2020, indice in crescita di 3% rispetto al 2019. Non è da escludere che siano state tante le imprese che durante il Covid abbiano effettuato operazioni straordinarie di capitalizzazione da parte dei soci o abbiano aumentato le riserve patrimoniali appositamente per affrontare la crisi (anch'essa operazione parzialmente ammessa dagli interventi normativi straordinari) (Figura 21).

Figura 21 Indice di indipendenza finanziaria, valore medio, 2018-2020



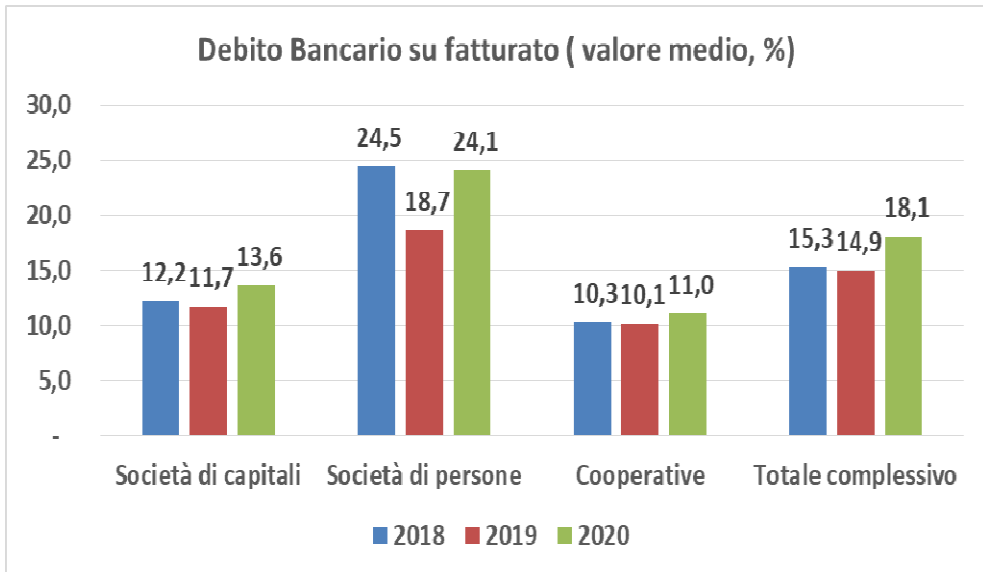
Fonte 21 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Tuttavia, si può ritenere questo sistema imprenditoriale (anche se probabilmente in forma minore rispetto alle imprese di dimensioni ancora più piccole) non eccessivamente sotto patrimonializzato ma, di fatto, con livelli di patrimonializzazione appena

soddisfacenti. Di contro, altro elemento caratteristico del nostro sistema imprenditoriale e confermato dalle vicende Covid è questo: il nostro sistema d’imprese ricorre ampiamente alla finanza di terzi, soprattutto quella bancaria (c.d. Bancocentrico).

Infatti, le imprese hanno aumentato il ricorso al debito bancario durante la crisi, anche per effetto delle misure straordinarie di liquidità e per fronteggiare le temporanee sospensioni o i blocchi delle attività. In media il debito bancario (in percentuale del fatturato) è cresciuto di 5% durante l’anno del Covid, con buone differenze tra le varie forme di impresa: +2% per le società di capitali, +1% per le cooperative ma +6 % per le società di persone (Figura 22).

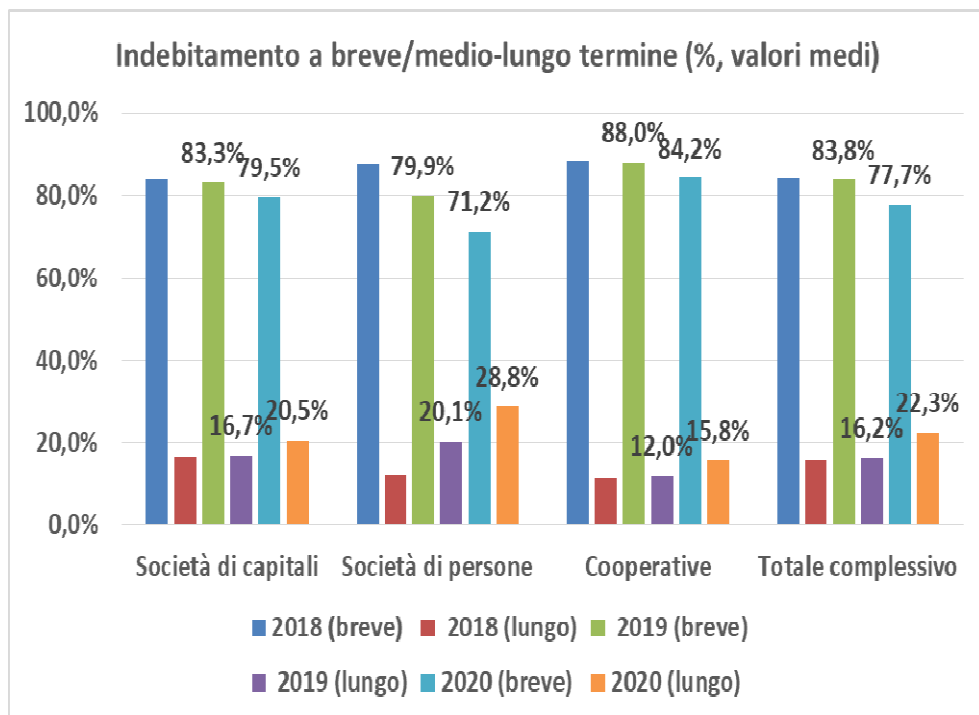
Figura 22 Debito Bancario su Fatturato, (valore medio, %), 2018-2020



Fonte 22 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

In termini di scadenze temporali, i debiti sono maggiormente concentrati sul breve termine. Fatto 100 i debiti delle imprese nel panel, nel 2020 78 sono a breve e la restante parte sono a medio e lungo termine. Nel 2020, rispetto all’anno precedente, l’esposizione temporale aumenta sul lungo di 6 punti percentuali e si riduce sul breve dello stesso ammontare. Per le società di capitali, l’allungamento dei debiti è meno marcato, il debito a lungo passa da 16,7% a 20,5%, così come per le cooperative, dove passa dal 12% al 15,8%. Cosa diversa accade per le società di persone, dove l’indebitamento a lungo sale di 8 punti (Figura 23).

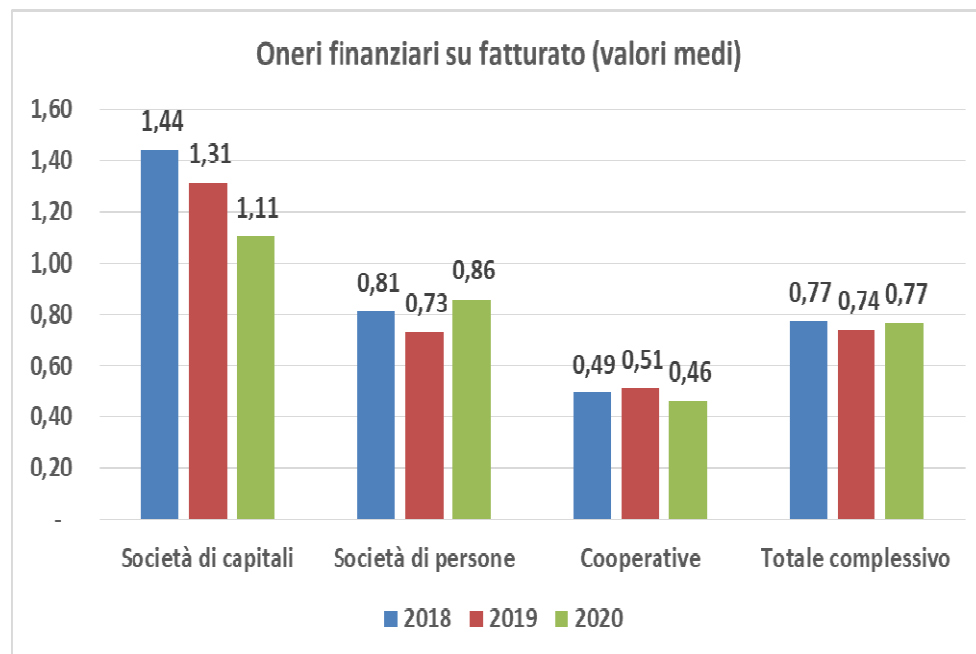
Figura 23 Indebitamento a breve e a medio lungo termine (% , valori medi)



Fonte 23 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Infine, è utile un breve cenno alla sostenibilità economica del debito bancario, che misuriamo come rapporto tra oneri finanziari e fatturato, sempre in valori medi. Un dato sembra abbastanza certo, in media le imprese hanno aumentato il livello di questo indice, che resta comunque lontano in media dai livelli di alert economico e finanziario (anche previsti dalla riforma della crisi di impresa). Un livello più basso e ridotto del peso degli oneri finanziari, durante l’anno del Covid, lo hanno anche le cooperative, probabilmente anche per le maggiori difficoltà e resistenze ad accedere ai finanziamenti bancari e ai mercati de capitali esterni. Invece le società di capitali, seppur riducendo l’onere, hanno livelli più elevati ai valori medi italiani e comunque superiori all’1% (Figura 24)

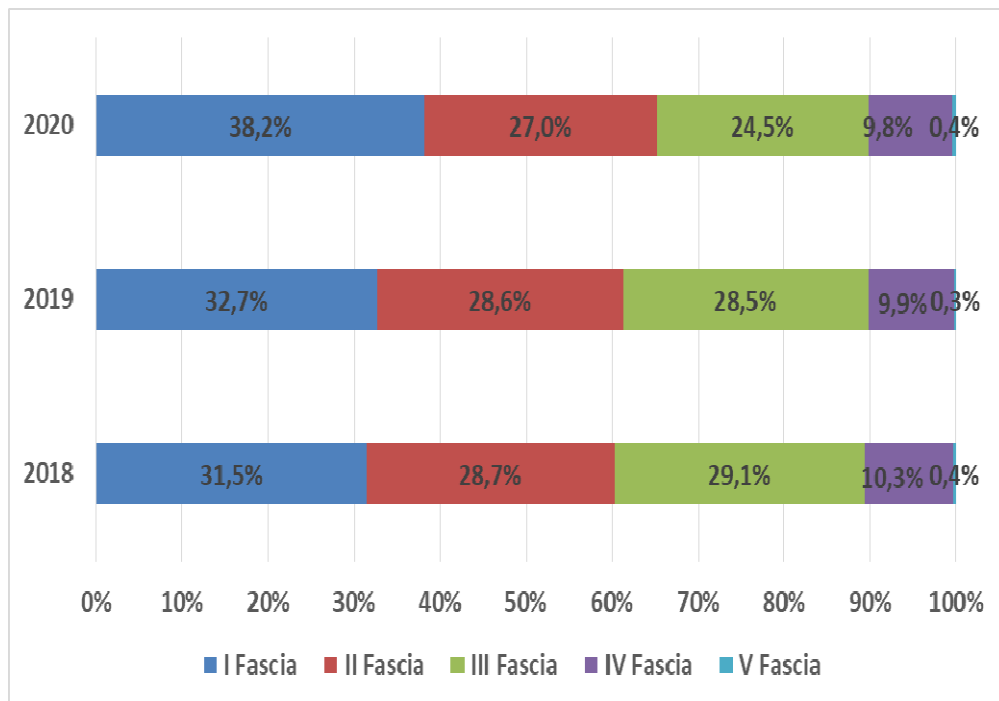
Figura 24 Oneri Finanziari su Fatturato (valori medi)



Fonte 24 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Infine, un ragionamento sugli effetti della solvibilità finanziaria del panel di imprese si può effettuare guardando alla ripartizione delle imprese, ammissibili al Fondo di garanzia PMI<sup>19</sup> in gestione del Mediocredito Centrale (nel panel sono 74 mila), in relazione alle fasce di merito creditizio per la sola valutazione del “modulo economico e finanziario”. Di fatto, aumentano durante il Covid sicuramente le imprese che rientrano nella prima fascia di valutazione (Sicura, classe di valutazione F1). Si tratta delle meno esposte al fallimento e all’inadempienza dei crediti e aumentano di poco meno del 4%. Si riducono, però, le imprese che sono nelle fasce di valutazione intermedie, la seconda e la terza (dalla F2 alla F4 “solvibile” e dalla F5 alla F7 “vulnerabile”), di circa il 5% in media. Si riducono di poco le imprese nella IV fascia “rischiosa” (F8-F10) e aumentano di poco le imprese che sono a rischio default/continuità aziendale e che appartengono all’ultima fascia, quella di “default” (F11): di fatto una impresa su dieci nel complesso appartiene alle ultime due fasce, le più rischiose (Figura 25).

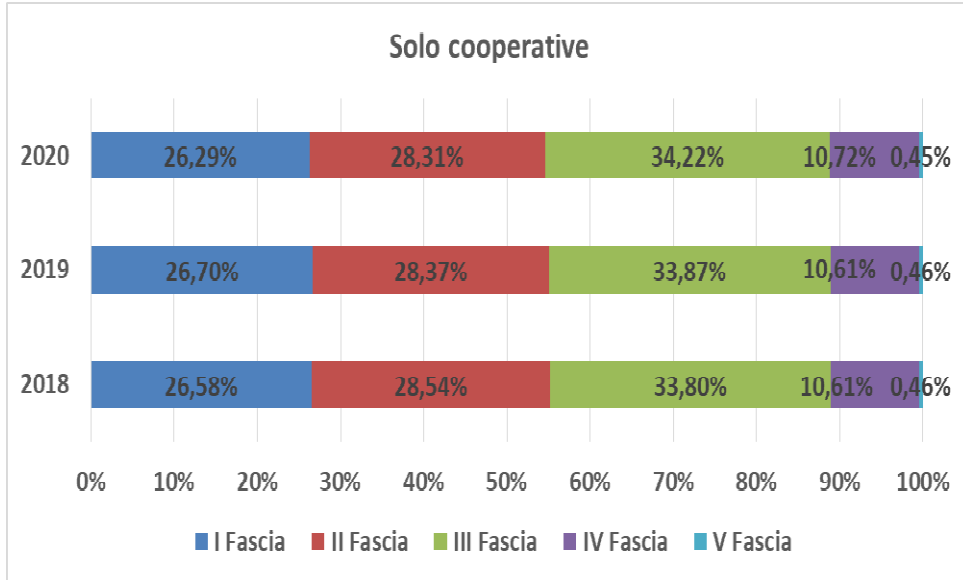
<sup>19</sup> <https://www.fondidigaranzia.it/>.

**Figura 25 Distribuzione di tutte le imprese per classi di merito, Fondo centrale di garanzia, 2018-2020**


Fonte 25 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

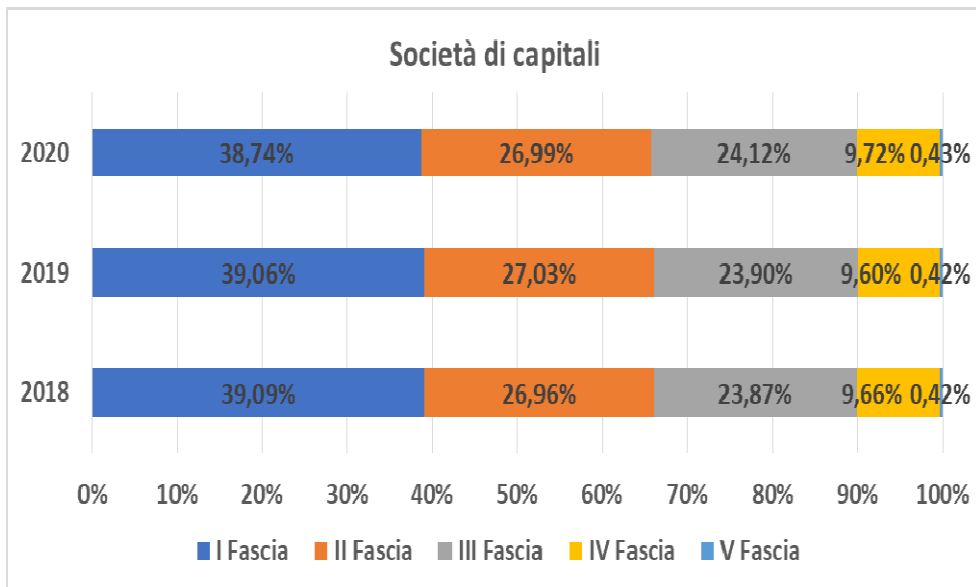
Analizzando in maniera comparata la distribuzione delle cooperative (Figura 26) e delle società di capitali (Figura 27) all'interno delle fasce di merito creditizio, si denota come le società di capitali sono maggiormente concentrate nella prima fascia (38% contro il 26%), di miglior merito creditizio, anche se la quota delle imprese migliori dal punto di vista economico e finanziario si riduce negli ultimi tre anni in misura maggiore di quanto si riduce per le cooperative. Le cooperative sono maggiormente concentrate nelle fasce intermedie, soprattutto nella terza fascia, di solvibilità (62% delle cooperative contro 50 delle società di capitali). Nelle fasce maggiormente rischiose, che sono quelle che danno comunque diritto ad usufruire di una garanzia maggiore, le cooperative sono maggiormente presenti, anche se non di molto. Nella fascia di massima inadempienza probabile le cooperative, seppur leggermente, si riducono di numero, diversamente dalle società di capitali, che restano maggiormente performanti nelle fasce agli estremi della probabilità di default.

Figura 26 Distribuzione delle cooperative per classi di merito, Fondo centrale di garanzia, 2018-2020



Fonte 26 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

Figura 27 Distribuzione delle società di capitali per classi di merito, Fondo centrale di garanzia, 2018-2020



Fonte 27 Ns Elaborazione su Dati AIDA BVD, estrazione 22 febbraio 2022

## ■ 1.7 Considerazioni non conclusive

In definitiva, al netto del fatto che l’analisi sin qui condotta si riferisce alle imprese con le performance economiche e finanziarie migliori perché di dimensioni più grandi, almeno PMI, alcune considerazioni finali ma non conclusive è lecito farle. Tendenzialmente, il sistema economico e imprenditoriale esce particolarmente ferito dal primo Covid, soprattutto per i settori maggiormente colpiti da chiusure/contagi e per le imprese di minori dimensioni, ma non completamente “estinto”, sia per quanto riguarda i fatturati che per quanto riguarda i risultati netti. I margini peggiorano come peggiora il cash flow ma a condizionare gli andamenti sembrano essere state più le dinamiche dei costi e delle misure introdotte, temporaneamente, che elementi di tipo strutturale. La situazione finanziaria di queste imprese resta sempre caratterizzata dalle tipicità del sistema imprenditoriale italiano: un livello di patrimonializzazione non particolarmente elevato, anche se in miglioramento, un’esposizione bancaria in crescita, dovuta anche dal ricorso alle misure straordinarie e temporanee, uno spostamento sul lungo periodo del debito, aspetto anch’esso di fatto consentito dalle norme e dagli interventi straordinari. La sostenibilità del debito (Oneri finanziari in rapporto al fatturato) peggiora leggermente ma probabilmente perché l’effetto volume (aumento del ricorso al debito bancario) non è adeguatamente compensato dalla crescita dei ricavi.

Le considerazioni finali sono abbastanza intuitive allora: pur non essendoci stata una catastrofe, come si temeva, le imprese italiane non escono particolarmente rafforzate dal punto di vista economico e finanziario. L’effetto (temporaneo) delle misure rischia di lasciare una situazione in cui le imprese si ritrovano maggiormente indebitate e con oneri maggiori.

Dentro un sistema che viene da un lungo periodo di bassa crescita e dove il peso degli investimenti e dell’accumulazione di capitale è andato riducendosi, pur davanti a sfide della complessità che conosciamo, come l’impatto della digitalizzazione e del cambiamento climatico, il rapporto tra sistema finanziario e sistema di intervento e incentivazione pubblica necessita di maggior raccordo, funzionalità e intensità.

Perciò, il contributo della finanza e delle leve generali dello sviluppo può risultare vitale e di estrema importanza per l’uscita completa del sistema imprenditoriale dalla crisi. In questo contesto, le cooperative sembrano mantenere le loro caratteristiche di componente del panorama economico anticiclica e particolarmente resiliente agli shock negativi. Lo dimostrano anche in ragione delle caratteristiche degli andamenti precisamente legati al credito cooperativo.



## ■ 2. Finanza bancaria nella sua pluralità ed il ruolo del Credito Cooperativo

---

A cura di Maria Carmen Mazzilis<sup>1</sup>

### ■ 2.1 Premessa

In un suo recente saggio<sup>2</sup> il prof. Rainer Maserà affermava: *“La globalizzazione è un processo complesso che deve essere opportunamente gestito sotto il profilo sia economico, sia sociale. Globale e locale possono essere fundamentalmente complementari, piuttosto che in intrinseco conflitto. Il modello ‘glocal’ rappresenta un paradigma di riferimento. Occorre ricercare e perseguire la coerenza dei sistemi semplici e di quelli più complessi, ovvero la resilienza dei nessi tra comunità locali (in particolare famiglie, piccole-medie imprese e piccole-medie banche) e i sistemi macroeconomici a rete globali. Ignorare le radici culturali, sociali e politiche, oltre che economiche, fa perdere i valori fondanti delle società”*.

Condividendo tali affermazioni e traendo spunto da esse, nelle pagine che seguono si intende dare conto di come il modello di banca locale mutualistica rivesta un ruolo fondamentale e peculiare per la stabilità del sistema finanziario ed economico del nostro Paese e di quanto il supporto delle banche di credito cooperativo ai territori sia particolarmente rilevante nelle fasi di ciclo economico avverso.

Con specifico riguardo all’ultimo triennio, emerge con evidenza come, in un contesto economico prostrato dall’emergenza pandemica, il contributo delle BCC-CR al finanziamento dell’economia reale italiana sia stato significativo in tutti i comparti economici, soprattutto in quelli ad alta intensità di lavoro.

Grazie al mantenimento di una diffusa presenza sul territorio e alla coerenza con un modello bancario che valorizza l’aspetto relazionale del processo di intermediazione, le BCC-CR hanno svolto un ruolo insostituibile nel sostenere l’attività economica dei territori durante i momenti più duri della crisi innescata dal Covid-19 e nell’attuale fase di ricostruzione.

---

<sup>1</sup> Servizio Analisi Economica e Statistiche Creditizie di Federcasse

<sup>2</sup> Maserà, R., *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell’Unione Europea. Le sfide del Coronavirus e di Basilea IV*, Ecra, 2021.

## ■ 2.2 Rimanere dove le altre banche “fuggono”: una scelta di responsabilità

Il modo di “fare banca” non è più quello di una volta e la strategia espansiva, tesa a raggiungere l’obiettivo di “una filiale per ogni campanile” è oramai un retaggio del passato.

La nascita di nuovi canali di contatto con la clientela e la volontà di migliorare l’efficienza di costo hanno portato le banche a ridurre drasticamente la rete di sportelli, sia all’estero che in Italia. Nell’ultimo decennio le filiali bancarie sono diminuite nel nostro Paese di quasi 12.000 unità, pari ad una riduzione del 36%; con la pandemia da Covid-19 il fenomeno ha subito un’accelerazione.

A farne le spese sono stati soprattutto i centri più piccoli e le zone d’Italia più povere dove nel periodo più duro della crisi sanitaria c’è stata una forte “stretta” e non è stato raro, dopo i mesi di lockdown, non trovare più la propria filiale di fiducia, quella “dietro l’angolo” dove si era soliti recarsi da anni e “ci si sentiva a casa”. Al suo posto, nella migliore delle ipotesi, un semplice sportello bancomat (ATM).

Il numero di comuni sprovvisti di servizi bancari è aumentato progressivamente con pesanti ripercussioni sulle fasce più fragili della popolazione.

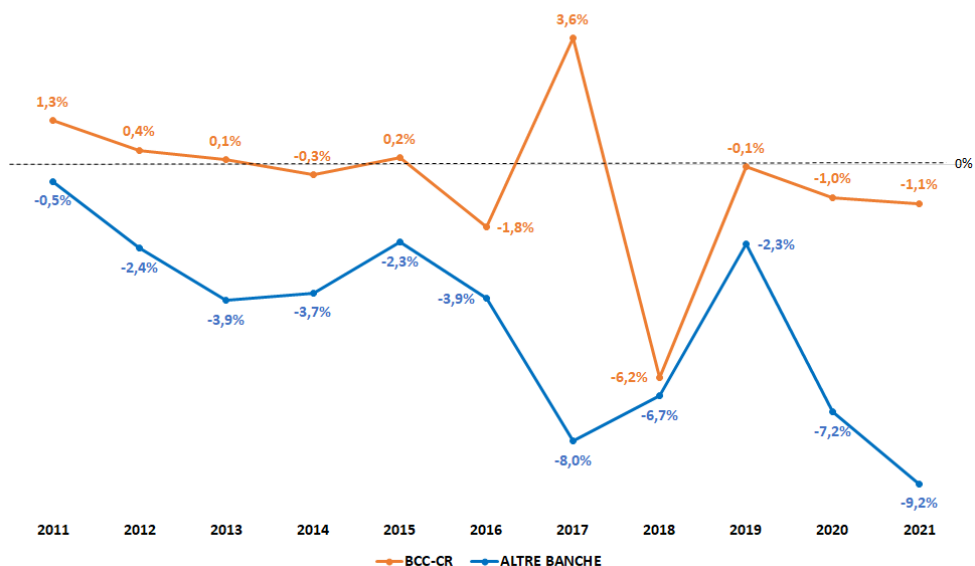
Le chiusure degli sportelli hanno creato un forte disagio soprattutto agli anziani, fascia più debole della popolazione e spesso poco inclini all’utilizzo degli ATM e ancor meno dei canali digitali.

Ma non solo gli anziani hanno subito l’impatto negativo del fenomeno, anche altre categorie come i piccoli imprenditori, gli artigiani o i commercianti si sono ritrovati o si ritroveranno certamente ad avere, in periodo complesso come quello attuale, difficoltà maggiori per accedere al credito, dovendosi rivolgere a soggetti non conosciuti in altre realtà territoriali.

Analizzando in maggior dettaglio l’andamento della “bancarizzazione” del Paese nel triennio 2018-2021, un dato tristemente evidente è la crescita del numero di comuni sprovvisti di servizi bancari, passati dai 2.586 a 3.086.

Parliamo di 450 comuni in tre anni: una crescita enorme, indice di una vera e propria desertificazione che ha coinvolto comuni piccoli e piccolissimi, spesso caratterizzati da particolari fragilità.

Figura 1 Variazione annuale degli sportelli nell'ultimo decennio



Fonte 1 Elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia/Albo degli sportelli bancari

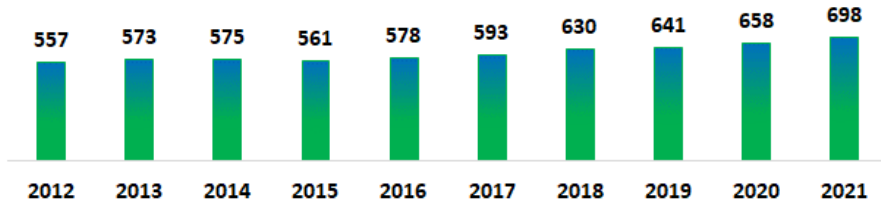
Le BCC-CR si sono mosse in modo significativamente differente rispetto alle grandi banche: la diminuzione degli sportelli è stata contenuta e strettamente strumentale al processo di concentrazione in atto all'interno della Categoria e il numero di comuni in cui le banche della categoria operano come unica presenza bancaria è progressivamente cresciuto negli ultimi anni.

Le 238 BCC-CR operanti sul territorio nazionale a dicembre 2021 vantano una rete di 4.155 filiali, in diminuzione leggera nell'ultimo triennio (-1,8%) se paragonata a quella registrata nel resto dell'industria bancaria (-17,4%).

A fine 2021 le BCC sono presenti con propri sportelli in 2.571 Comuni italiani.

In 698 Comuni costituiscono l'unica presenza bancaria. I Comuni in cui le BCC-CR costituivano l'unica presenza bancaria erano 630, 68 in meno, a fine 2018.

**Figura 2** Numero di comuni in cui le BCC-CR operano come unico intermediario bancario



Fonte 1 Elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia/Albo degli sportelli bancari

Le “piazze” in cui le BCC-CR operano da sole sono spesso caratterizzate da particolari fragilità: per quasi il 90% si tratta di Comuni con meno di 5.000 abitanti, in buona parte localizzati in territori montani o nelle aree interne, spesso contraddistinti da problematiche di natura geo-morfologica che li rendono particolarmente vulnerabili.

Sono comunità caratterizzate da particolari bisogni economici e sociali a cui le BCC, anche nel delicato periodo che stiamo vivendo, continuano responsabilmente a dare risposta adeguata.

Il mantenimento di una capillare presenza territoriale è stato uno degli elementi che da sempre ha permesso alle banche della Categoria di finanziare il territorio e sostenere l’economia locale anche nelle fasi di congiuntura avversa confermando la propria distintiva funzione anticiclica confermata dalla letteratura economica<sup>3</sup>.

### ■ 2.3 Le BCC-CR accentuano la propria funzione di supporto nelle fasi di crisi

Nell’ultimo triennio gli impieghi lordi complessivamente erogati dalle BCC-CR sono cresciuti dell’8,1% a fronte della sostanziale stazionarietà (+0,6%) registrata nel resto dell’industria bancaria.

Al 31 dicembre 2021 lo stock di finanziamenti lordi in capo alle BCC-CR è pari a oltre 139 miliardi di euro.

Al netto della componente deteriorata i finanziamenti concessi dalle BCC-CR, pari a fine 2021 a 135,4 miliardi di euro, sono cresciuti negli ultimi tre anni in misura ancora più evidente: +13,2% contro il +3,9% dell’industria bancaria nazionale.

<sup>3</sup> Stefani M.L. e Vacca V. (coordinatori), *Le banche locali e il finanziamento dei territori: evidenze per l'Italia* (2007-2014); Questioni di Economia e Finanza Banca d'Italia n. 324, marzo 2016.

Demma C., *Localismo bancario e crisi finanziaria*; Questioni di Economia e Finanza Banca d'Italia n. 264, marzo 2015.

Barboni G., Rossi C. “Does your neighbour know you better? The supportive role of local banks in the financial crisis”, *Journal of Banking & Finance*, 106, 2019.

La quota di mercato media complessiva della categoria è mediamente cresciuta dal 7,2% di dicembre 2018 al 7,8% di fine 2021.

Particolarmente significativa è stata nel periodo 2018-2021 la crescita dei finanziamenti erogati alle famiglie consumatrici: +14,7% contro il +6,8% dell'industria bancaria complessiva.

I finanziamenti lordi erogati dalle BCC-CR al settore produttivo, pari a fine 2021 a oltre 79 miliardi di euro, sono cresciuti nel triennio del 3,9%, a fronte di una contrazione di quasi il 2% registrata nel mercato bancario.

La variazione degli impieghi vivi erogati alle imprese è stata nel triennio del +10,7%, contro il +4,4% dell'industria bancaria.

La quota BCC nel mercato dei finanziamenti alle imprese è cresciuta sensibilmente, dal 10,1% di dicembre 2018 al 10,7% di fine 2021.

Tra i comparti maggiormente sostenuti dalle banche della Categoria ci sono quelli più fortemente colpiti dalla crisi:

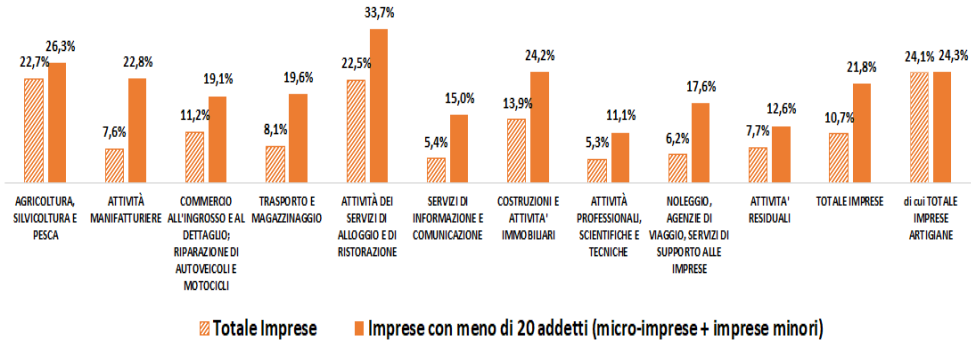
- turismo (impieghi vivi erogati dalle BCC + 23,1% nell'ultimo triennio);
- manifattura (+13,3%);
- commercio (+11,5%);
- agricoltura (+10,9%).

L'impegno concreto delle BCC-CR nel supporto al tessuto imprenditoriale dei territori è testimoniato da quote di mercato in sensibile crescita nel periodo più recente e che superano abbondantemente il 20% nei comparti d'elezione.

Gli impieghi delle BCC rappresentavano, infatti, a fine 2021 a seconda dei settori produttivi:

- il 24,1% del totale dei crediti alle imprese artigiane che diventa il 24,3% per le imprese fino a 20 addetti;
- il 22,5% del totale erogato per le attività legate al turismo (il 33,7% per le imprese fino a 20 addetti);
- il 22,7% del totale dei crediti erogati all'agricoltura (il 26,3% per le imprese fino a 20 addetti);
- il 13,9% di quanto erogato al settore delle costruzioni e attività immobiliari (il 24,2% per le imprese fino a 20 addetti);
- l'11,2% dei crediti destinati al commercio (il 19,1% per le imprese fino a 20 addetti).

Figura 3 Quote di mercato impieghi lordi BCC-CR alle imprese per comparto di destinazione del credito



Fonte 3 Elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia/flusso di ritorno BASTRA

Gli impieghi delle BCC rappresentano inoltre:

- il 15,2% del totale dei crediti alle Istituzioni senza scopo di lucro (Terzo Settore);
- il 9,3% del totale erogato dall'industria bancaria alle famiglie consumatrici.

Quote di mercato elevate e in crescita rispetto al periodo precedente la pandemia hanno dimostrato ancora una volta il ruolo insostituibile delle BCC, anche e soprattutto nei periodi di crisi. Nella delicata fase di emergenza sanitaria e nel periodo attuale, ancora caratterizzato da forti elementi di incertezza, le BCC-CR non hanno esitato a finanziare le imprese clienti, riuscendo, come approfondiremo di seguito, a selezionare in modo corretto i progetti meritevoli di fiducia.

## ■ 2.4 BCC-CR: migliora la qualità del credito

A fronte dell'intensa attività di finanziamento, la qualità del credito delle BCC-CR nell'ultimo triennio ha proseguito il trend di progressivo miglioramento avviato a partire dal 2016, anche grazie a significative operazioni di cartolarizzazione, in parte assistite da GACS, poste in essere da tutte le componenti del Credito Cooperativo.

I crediti deteriorati totali sono scesi a fine 2021 abbondantemente sotto quota 9 miliardi di euro, dai 17,5 miliardi di dicembre 2018, ed incidono per il 6,3% sugli impieghi lordi (erano più del doppio, il 13,7%, a dicembre 2018).

Le sofferenze lorde ammontano alla fine dello scorso anno a 3,7 miliardi di euro e risultano in forte contrazione (61%) su base triennale, in linea con l'industria bancaria complessiva.

Il rapporto sofferenze/impieghi è pari mediamente al 2,6%, ancora leggermente superiore alla media dell'industria bancaria (2,1%).

Ma tale rapporto diventa significativamente inferiore nei settori d'elezione delle banche di comunità mutualistiche:

- famiglie consumatrici (1,5% contro 2,0%);
- famiglie produttrici/micro-imprese (2,8% contro 3,5%);
- istituzioni senza scopo di lucro (1,5% contro 1,9%).

Con specifico riguardo alle imprese, il rapporto sofferenze/impieghi è pressoché allineato al resto dell'industria bancaria (3,6%, un terzo rispetto al 10,1% di fine 2018), ma risulta significativamente inferiore in comparti fondamentali per la ripresa dell'economia come:

- l'agricoltura (2,3% contro 3,3%);
- il commercio (3,4% contro 3,6%);
- il turismo (2,0% contro 3,4%);
- le costruzioni e attività immobiliari (6,6% contro 7,1%).

Il rapporto di rischio risulta inoltre significativamente inferiore alla media di sistema:

- per il complesso delle imprese artigiane (3,8% contro 4,5%);
- per le imprese minori con 6-20 addetti (3,8% contro 4,9%).

La straordinaria conoscenza del tessuto imprenditoriale del territorio è la chiave vincente delle banche della categoria: le imprese socie e clienti sono realtà che le BCC-CR conoscono nel profondo, imprese accompagnate spesso fin dalla nascita e con le quali, in modo del tutto peculiare, hanno saputo creare e proteggere negli anni relazioni di business salde e virtuose. Sono imprese alle quali si può dare fiducia anche nei momenti di difficoltà, assumendosi un rischio calcolato non solo sulla base di meri calcoli matematici, ma utilizzando anche informazioni qualitative e destrutturate - la cosiddetta *soft information*<sup>4</sup> - fondamentali per una corretta valutazione del merito di credito.

## ■ 2.5 Aumenta la “fiducia”

L'impegno nel sostegno a famiglie e imprese dei territori è ampiamente “ricambiato”, anche nei periodi maggiormente critici, dalla fiducia che nelle cooperative bancarie della categoria viene riposta, fiducia che trova una testimonianza tangibile nella crescita significativa di due grandezze che meglio di altre sono indice del riconoscimento del prestigio e del ruolo della categoria: la base sociale e il risparmio depositato.

Per quanto riguarda il primo aspetto, in un contesto di progressiva concentrazione che ha portato il numero delle BCC a dimezzarsi negli ultimi venti anni e a diminuire di 30 unità negli ultimi tre anni (-11,2%), il numero dei soci, che supera a fine 2021 quota 1 milione e 370mila, è cresciuto considerevolmente, in misura superiore al 6% nel triennio 2018-2021.

<sup>4</sup> Liberti, J.M., Petersen, M.A., *Information: Hard and Soft*, NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA 02138, 2018.

Cornée, S., *Soft Information and Default Prediction in Cooperative and Social Banks*, Journal of Entrepreneurial and Organizational Diversity, Vol. 3, Issue 1, 2014.

La crescita del numero dei soci<sup>5</sup>, inoltre, non risulta legata esclusivamente a motivazioni riconducibili a necessità di credito, come testimoniato dalla costante crescita anche dei soci “non affidati”.

C'è dunque fiducia nel modello di banca di comunità, tanto da voler essere parte di un progetto che si ritiene centrale per lo sviluppo economico e sociale del territorio di appartenenza.

Alle BCC-CR non è mancata, inoltre, anche in questa fase di profonda incertezza, la fiducia dei propri soci e clienti risparmiatori che hanno depositato in abbondanza la propria liquidità nelle filiali della categoria: la raccolta da clientela delle BCC-CR supera a fine 2021 i 195 miliardi di euro e presenta una crescita del 23,1% nel triennio, superiore al già rilevante +14,6% del mercato bancario nazionale.

La crescita è particolarmente significativa, per le BCC-CR come per il resto dell'industria bancaria, con riguardo alla componente maggiormente liquida: i conti correnti crescono nel periodo di oltre il 40% per le BCC-CR e del 30% per l'industria bancaria nel suo complesso.

Con riguardo ai settori di provenienza della liquidità depositata, il trend di sviluppo è stato eccezionalmente elevato per le imprese, grazie ai massicci interventi pubblici di sostegno che hanno evitato possibili crisi di illiquidità dovute alla situazione pandemica e alle restrizioni che ne sono seguite: la variazione dei depositi nell'ultimo triennio è stata prossima al 60% per le BCC-CR e al 50% per l'industria bancaria complessiva.

La crescita è stata significativa anche per le famiglie: +21,4% per le banche della Categoria e +17,8% per il sistema bancario complessivo.

I “salvadanai” di famiglie e imprese ammontano ad oggi a circa 1.700 miliardi: siamo davanti a una cifra considerevole, idonea a “cambiare marcia” e iniziare un nuovo percorso di investimento e crescita.

Come recentemente sottolineato anche dal Presidente della Repubblica Sergio Mattarella in occasione della 97ª Giornata Mondiale del Risparmio<sup>6</sup>, è tempo di veicolare il risparmio verso investimenti utili per il rilancio del Paese, in linea con il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

## ■ 2.6 La BCC-CR e la finanza geo-circolare

Nella traslazione tra il momento del risparmio e quello dell'investimento il ruolo di consulenza e accompagnamento delle banche è cruciale.

In tale contesto le banche di credito cooperativo sono più che mai “in prima linea”: forti della capillare diffusione sul territorio, hanno un canale di contatto diretto e “potente” con la propria clientela.

---

<sup>5</sup> Catturani I., Stefani M.L., *Italian Credit Cooperative Banks*. In: Karafolas S. (eds) *Credit Cooperative Institutions in European Countries. Contributions to Economics*. Springer, Cham., 2016.

<sup>6</sup> <https://www.quirinale.it/elementi/50953>.

In quanto espressione delle comunità di insediamento, le banche della categoria hanno un ruolo essenziale nell'assistere la propria clientela nell'individuazione della corretta e più efficiente forma di investimento della liquidità che contemperi esigenze di protezione del capitale e di redditività e nell'impiegare in maniera virtuosa, innovando nella continuità, il risparmio prezioso di cui sono depositarie a vantaggio dei territori e delle comunità locali.

Le BCC, per natura e per norma, valorizzano il risparmio della clientela, reinvestendolo sul territorio sotto forma di finanziamento dell'economia reale.

A fine 2021 il rapporto tra finanziamenti erogati e depositi raccolti, il cosiddetto "indice effettivo di servizio al territorio" è pari mediamente al 73% e supera abbondantemente l'80% in alcune regioni.

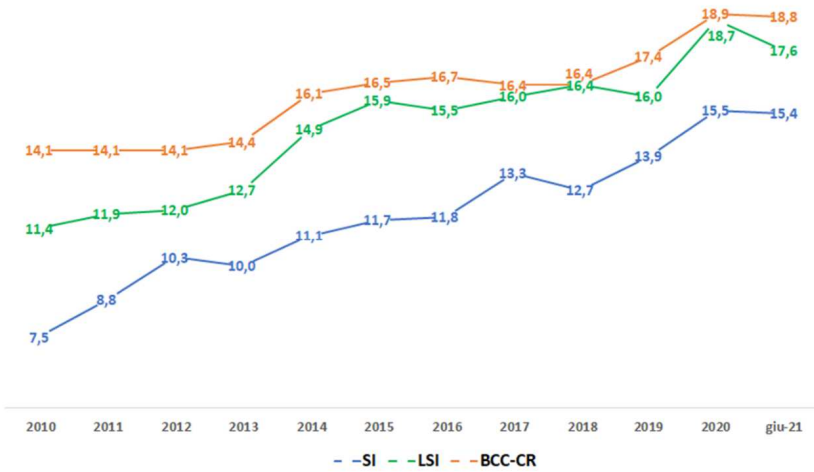
Per ogni 100 euro di depositi raccolti dalle BCC, quindi, 73 euro vengono reinvestiti nel finanziamento dell'economia, in grandissima parte nell'economia dell'area in cui tale risparmio è stato generato, stante la norma che impone loro di destinare almeno il 95% degli impieghi a chi vive e opera nel territorio di competenza.

E un vincolo normativo che mai come in questo frangente si rivela un'opportunità per chi conosce veramente il territorio e la propria clientela per fornire consulenza e aiutare a selezionare con cura i progetti che possono fare la differenza.

## ■ 2.7 Cresce la solidità patrimoniale

Le BCC-CR presentano una robusta solidità patrimoniale: nel corso degli anni hanno costantemente mantenuto un significativo divario positivo rispetto all'industria bancaria in termini di CET1 ratio, anche nel periodo più recente impattato dalla crisi pandemica. A giugno 2021 il CET1 ratio del complesso delle BCC-CR era pari al 18,8%, in forte crescita rispetto al 16,4% di fine 2018 e superiore a quanto rilevato per il complesso delle banche "meno significative" (17,6%) e delle banche "significative" (15,4%).

Figura 4 Andamento del CET 1 Ratio



Fonte 4 Elaborazioni Federcasse su dati Banca d'Italia/COREP

L'aggregato "capitale e riserve" era pari a fine 2021 a 21,2 miliardi (+8,9% nell'ultimo triennio contro il +1,2% dell'industria bancaria complessiva).

Con riguardo, infine, agli aspetti reddituali: nonostante il prudente, forte incremento delle rettifiche su crediti, le BCC-CR hanno saputo preservare, anche in tempi di pandemia, la redditività della gestione.

L'esercizio 2020 si è chiuso con un utile complessivo di oltre 600 milioni di euro e i dati preliminari del 2021 indicano un risultato ampiamente positivo, con margini reddituali in crescita e utile netto aggregato significativo, nonostante costi amministrativi ancora in leggera crescita e significative svalutazioni delle attività a scopo precauzionale.

## 2.8 Conclusioni

Le banche di credito cooperativo si confermano, anche e soprattutto in una fase particolarmente delicata come quella attuale, una componente peculiare ed assolutamente fondamentale dell'industria bancaria italiana<sup>7</sup>.

Le risultanze quantitative e la letteratura economica dimostrano con evidenza come le BCC-CR:

- contribuiscano alla creazione e al mantenimento di occupazione, reddito e opportunità produttive mediante l'erogazione di credito a imprese ad alta intensità di lavoro e dei settori tipici del made in Italy, sia tradizionale sia identitario-competitivo,

<sup>7</sup> Azzi, A., Gatti, S., *La funzione sociale del credito*, in *Credito e Responsabilità Sociale*, a cura di Elena Beccalli, Vita e Pensiero, 2021.

ovvero l'agricoltura, la piccola manifattura e l'artigianato, l'industria del turismo, il commercio e le Istituzioni del non profit, come abbiamo visto nel dettaglio nelle pagine precedenti. Nei primi tre settori indicati le BCC-CR sono leader di mercato;

- concorrano all'inclusione economica e finanziaria nei confronti sia delle persone e delle famiglie sia delle imprese, provando a non abbandonare le imprese meritevoli anche se meno "assetate di futuro" o meno ambiziose o meno dotate di capitale umano qualificato;
- forniscano un contributo importante per la riduzione delle disuguaglianze dei redditi;
- svolgano una fondamentale funzione anticiclica, come evidenziato dalle quote di mercato nei finanziamenti alle imprese e alle famiglie cresciute proprio negli anni più duri della crisi finanziaria, economica e pandemica;
- supportino, infine, la competitività delle aziende industriali più dinamiche, e dei servizi resi a queste ultime, tramite il finanziamento della "triade" del dinamismo imprenditoriale ovvero l'innovazione, la ricerca, la presenza sui mercati internazionali soprattutto attraverso le esportazioni, come evidenziato di recente da un'importante indagine su oltre 24 mila imprese<sup>8</sup>.

Il tradizionale modello di servizio delle Banche di Credito Cooperativo, caratterizzato da un'operatività circoscritta ai propri ambiti locali d'insediamento entro i quali si realizzano i benefici nei riguardi dei soci, dei clienti e, in senso più generale, della comunità, sembra dunque avere una sua peculiare e indispensabile funzione.

L'esistenza di un certo grado di diversità di forme proprietarie, dimensionali, organizzative e di governance all'interno del sistema bancario italiano rappresenta un elemento di ricchezza e di forza del sistema stesso, tramite la diversificazione di comportamenti e approcci operativi.

L'ambiente in cui operano le banche italiane ed europee sta però cambiando rapidamente: le dinamiche di mercato, caratterizzate da tassi di interesse al minimo storico, incidono negativamente sulla redditività dell'attività caratteristica delle banche; a ciò si aggiunge l'incessante produzione di nuova normativa che accresce i costi amministrativi e di compliance.

La pandemia da Covid-19 e la crisi economica che ne è derivata hanno reso il contesto di riferimento ancora più complesso.

Il rischio che la produzione regolamentare, se non adeguatamente corretta con una forte dose di proporzionalità, possa penalizzare componenti del sistema bancario che svolgono un ruolo peculiare ed insostituibile, lontano dai rischi della finanza e vicino alle esigenze dell'economia reale, è concreto e va combattuto.

La proporzionalità dovrebbe essere basata non solo sulla dimensione, ma anche sulla finalità imprenditoriale, sul modello di business, sul contributo al rischio sistemico per

---

<sup>8</sup> Centro Studi MET-Monitoraggio Economia Territorio, *Gli anni delle crisi: l'industria italiana dal 2008 al 2020*, Ecri, 2021.

banche obbligate a conseguire finalità mutualistiche e ad aderire ad un gruppo bancario appositamente disegnato.

In un momento in cui sembrano prevalere le spinte ad una omogeneizzazione dei modelli organizzativi e di governance e ad una crescita dimensionale, appare quindi opportuno rivendicare con ampiezza e profondità storica di dati lo specifico ruolo svolto dalle BCC, e più in generale dalle banche locali, per il sostegno dell'economia reale e in particolare per alcuni specifici segmenti di clientela d'elezione.

Della necessità di tutelare questo particolare modello di "fare banca" che negli anni si è mostrato adeguato ad accompagnare lo sviluppo del Paese e nel periodo più recente ad affrontare un periodo di crisi senza precedenti per l'economia italiana i policy makers non possono non tener conto.

La vera sfida è quella di prevedere normativamente sia regole realmente proporzionate, sia un modello di vigilanza adeguato e non omologante.

In una fase di ricostruzione post pandemica, fondata sulla sostenibilità in tutte le sue declinazioni, un percorso di sviluppo concreto e duraturo è ipotizzabile solo sostenendo che anche nel mercato bancario la diversità è fonte di stabilità e di crescita.

# ■ 3. La finanza “tradizionale” nello scenario post-pandemico e alla luce del PNRR

A cura di Giuseppe Daconto<sup>1</sup>

## ■ 3.1 Premessa

Le misure straordinarie messe in campo dal governo italiano, come quelle a livello europeo e globale, per ridurre la perdita di occupazione e di reddito, nonché per contrastare la crisi di liquidità per le imprese (circa 150 miliardi per l'Italia, Moratoria dei debiti per le PMI, D.L. cura Italia, D.L. Liquidità, D.L. Rilancio, D.L. Semplificazioni, D.L. Agosto, D.L. Sostegni, nelle varie versioni), hanno mitigato gli effetti negativi della crisi, sia sul lato occupazionale che sul lato dei risvolti economici e imprenditoriali.

Il peso degli interventi sulle finanze pubbliche è stato elevato (in Italia come nel resto del mondo avanzato, in media gli interventi sono stati intorno al 10% del PIL dei singoli Stati, tutti caratterizzati da dilazione dei pagamenti e dei mutui, dilazione dei tributi, liquidità e sistemi di garanzie speciali, sostegni diretti a imprese, integrazioni salariali e interventi straordinari sul settore sanitario<sup>2</sup>): gran parte di questi impegni sono stati a deficit, visto che il patto di stabilità e di crescita è stato sospeso, contribuendo a generare debito pubblico, aumentato di oltre 20 p.p. per la crisi e che ha raggiunto circa il 155,6% del PIL a fine 2021.

In aggiunta agli interventi ordinari sul bilancio italiano, nel 2021 sono entrati a pieno regime i primi provvedimenti europei straordinari decisi per affrontare la ripresa economica, come il programma Sure: 27 miliardi finalizzati alla copertura degli extra costi derivanti dal ricorso massiccio agli ammortizzatori sociali. Ma principalmente è entrato in vigore Next Generation EU, con il piano italiano di ripresa e resilienza, circa 235 miliardi da immettere nell'economia entro il 2026, di cui si dirà a breve.

Dentro questo quadro di stimoli economici e interventi di politica fiscale espansivi, è cresciuta al contempo la minaccia inflazionistica, con un tasso di crescita dei prezzi, soprattutto per alcuni prodotti e alcuni comparti, rilevante. La minaccia inflazionistica è aumentata nei primi mesi del 2022 e rende il quadro economico maggiormente incerto e una ripresa, forse, dai connotati diversi dalle aspettative. A condizionare i prezzi c'è sicuramente una crescita della domanda inaspettata, cui non è seguito un contestuale aumento dell'offerta e delle capacità produttive delle imprese, condizionate dall'aumento dei costi di fornitura, dai colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento.

<sup>1</sup> Centro Studi Confcooperative - Fondosviluppo

<sup>2</sup> OCSE, settembre 2020.

mento globali, dalla crescita dei prezzi di alcune materie prime, oltre che dai pesanti rincari energetici.

Perciò, non si deve dimenticare l'importanza del carattere straordinario delle misure finanziarie messe in campo. L'innescò di una mancata ripresa “robusta” con un rientro preventivo, già peraltro iniziato come con le moratorie, delle misure finanziarie messe in campo, della crescita delle garanzie pubbliche e di altri strumenti, come quelli di politica monetaria espansiva, potrebbe innescare una spirale molto rischiosa.

Ad esempio, è bene ricordare che nel marzo 2021 oltre 2,7 milioni, per un valore di circa 294 miliardi di prestiti, erano le domande di adesione alle moratorie sui prestiti. Oltre 149 miliardi erano le richieste di garanzia per i nuovi finanziamenti bancari per le micro, piccole e medie imprese presentati al Fondo di Garanzia per le PMI. Attraverso “Garanzia Italia” di SACE i volumi dei prestiti garantiti raggiungevano i 22,3 miliardi di euro, su 1.699 richieste ricevute. Un anno dopo, la fase di moratoria straordinaria sui prestiti termina a fine 2021 e a gennaio 2022 risultavano attive moratorie per 44 miliardi di euro (il 17% di quanto accordato dal 2020), di cui 36 miliardi in relazione a prestiti verso società non finanziarie.

A febbraio 2022, tuttavia, resta ancora alto il volume delle garanzie pubbliche: oltre 227 miliardi è il valore delle richieste al Fondo di Garanzia PMI, circa 2,6 milioni di operazioni accolte. I prestiti garantiti da SACE (al 90%) raggiungono i 32,9 miliardi di euro i volumi complessivi, per 4,5 mila operazioni<sup>3</sup>.

In sostanza, l'apporto “finanziario” rispetto alla tenuta imprenditoriale non è stato di poco conto e mantiene ancora un livello elevato e di possibile rischio sistemico se alla resilienza non si accompagna una ripresa duratura e di qualità.

Tutti i Paesi occidentali si sono mossi durante la crisi seguendo quest'ottica.

Non a caso, un gruppo influente (il gruppo dei trenta)<sup>4</sup> a livello planetario suggeriva, poco più di un anno fa, alcune ricette che è utile ripercorre in premessa di questo capitolo.

L'uscita dalla fase centrale della pandemia doveva evitare la crescita smisurata delle insolvenze e del numero di imprese “zombie”, di fatto, fallite senza esserlo formalmente. Tutto ciò, è parzialmente accaduto grazie alle misure temporanee, incisive nelle risorse e con il timing giusto, ma come è noto le stesse non possono diventare permanenti, per vari motivi. Le misure temporanee sono costose, onerose dal punto di vista delle finanze pubbliche e quindi peggiorandole, rischiano di innescare lo spillover negativo nel settore finanziario per via delle tensioni sulla finanza pubblica e i debiti sovrani. Inoltre, si stratta perlopiù di misure pubbliche, di interventismo economico del pubblico nell'economia che spiazza le imprese private e maggiormente quelle più efficienti. Si

---

<sup>3</sup> Taskforce MEF Banca d'Italia Mise ABI Medio Credito Centrale Invitalia SACE, comunicato stampa 23 febbraio 2022.

<sup>4</sup>[https://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_Reviving\\_and\\_Restructuring\\_the\\_Corporate\\_Sector\\_Post-Covid.pdf](https://group30.org/images/uploads/publications/G30_Reviving_and_Restructuring_the_Corporate_Sector_Post-Covid.pdf), dicembre 2020.

crea così maggiore “azzardo morale” tra le imprese già finanziariamente instabili che fanno così di avere un ombrello pubblico che le ripara e che ne sposta nel tempo l’insolvenza o che ne sposta i costi dei salvataggi sulla collettività (“bail-out”), scaricandoli appunto sulle future generazioni. Nei fatti, l’intervento pubblico in economia ha senso se ha effetti nel lungo periodo e chi ne beneficia ne sopporta anche i costi.

Per questo, il gruppo rappresentava l’esigenza di puntare sulla ripresa economica, bypassando l’inevitabile “distruzione creativa” effettuata dalla crisi nel tessuto imprenditoriale attraverso la ripresa e i driver di sviluppo della transizione digitale e ecologica. Per fare ciò, tutti gli sforzi sono concentrati sul “Recovery Fund” europeo, quindi il PNRR di cui si dirà a breve.

Oltre a ciò, si suggerivano alcuni aspetti di implementazione delle politiche post pandemia che riguardano anche il sistema finanziario:

1. creare meccanismi e strumenti (fondi sovrani o banche dello sviluppo) per combinare la finanza privata con gli strumenti pubblici e le politiche che li generano;
2. il passaggio da un sistema imprenditoriale molto indebitato ad un sistema che attinge in misura maggiore al ricorso del capitale di rischio (investimenti e strumenti per l’equity);
3. politiche mirate “non a taglia unica”, che selezionano i target e gli interventi: per le PMI (maggiormente diffuse sul territorio ma con maggiori problemi di liquidità e solidità finanziaria); per le Grandi imprese, che sicuramente hanno maggiore accesso ai capitali ma sono anche «Too big to fail»;
4. il sostegno alle Banche «di relazione», come le BCC, che sono più predisposte alla finanza per le PMI ma che possono soffrire maggiormente sui propri bilanci dell’impatto dei NPL “non performing loans”, crediti di difficile realizzazione;
5. il sostegno al ruolo delle assicurazioni, dei sistemi di garanzia del credito (combinato con il pubblico), per la protezione dei rischi, anche nuovi come quelli sanitari;
6. nuove normative e politiche per la gestione dei fallimenti, delle crisi di impresa e delle ristrutturazioni aziendali.

In tal senso, visto che gran parte delle ricette suggerite ha trovato attuazione in Italia, non da ultima la riforma della crisi di impresa, la cui entrata in vigore è stata posticipata al 2023, il punto saliente è domandarsi: cosa succederà quando tutto ciò terminerà?

La mole di garanzie pubbliche si tramuterà in escussioni e quindi maggior debito per finanze pubbliche? Il ricorso, spiazzante, agli strumenti di garanzia pubblica sarà sostituito dal mondo delle garanzie reali o ci sarà spazio per nuove modalità di coprire i rischi di credito? Il mondo imprenditoriale italiano, non eccessivamente patrimonializzato, può invertire facilmente la tendenza e aumentare considerevolmente gli investimenti in equity, magari agevolati dal punto di vista fiscale e dal punto di vista di un miglior mercato finanziario specializzato? Le nuove tecnologie e le piattaforme possono tendere a favorire questi passaggi? La transizione digitale ed ecologica può essere accompagnata dal sistema finanziario, in maniera complementare o sussidiaria, rispetto a quanto prevedono i piani di intervento pubblici, compreso il PNRR?

Domande cui la risposta non è istantanea. In ogni caso, è chiaro che alla base di tutto occorrerà generare una crescita economica che si basa sulle direttrici del PNRR, su un nuovo rapporto tra banca e impresa, nonché su modelli imprenditoriali che si orientano agli investimenti in maniera differente rispetto al passato, accompagnati anche dal largo campo del sistema consulenziale e dei servizi professionali a supporto.

### ■ 3.2 Il PNRR e le imprese

Nel marzo del 2020, mentre gli USA approvavano già un piano enorme (Cares Act) di 2,2 mila miliardi di dollari per fronteggiare la crisi economica, sociale e sanitaria, l'Unione Europea decideva di mettere in campo strumenti (prevalentemente già in essere) per valori e importi molto più bassi: la sospensione del patto di stabilità e di crescita, il Coronavirus Response Investment I e II sui fondi SIE 2021-2027, il MES sanitario, SURE per fronteggiare i costi della disoccupazione, la BEI per i finanziamenti alle PMI. Ai primi di luglio di fatto c'erano a disposizione 550 miliardi di euro circa, al netto della liquidità e degli interventi di politica monetaria da parte della BCE. Perciò, il 27 maggio nasce la proposta della Commissione di istituire Next Generation EU, che il 21 luglio riceverà l'accordo politico in sede di Consiglio, il 10 novembre l'accordo tra Parlamento Europeo e Consiglio e a fine dicembre verrà formalmente validata. Così, il 19 febbraio del 2021 entra in vigore il regolamento del nuovo strumento “RRF”, Recovery and Resilience Facility - Dispositivo per la ripresa e la resilienza. Il Recovery Fund nasce formalmente con una dotazione di 723 miliardi, maggiore di quella ipotizzata a maggio. Dunque, nel complesso l'Unione Europea contro la crisi pandemica mobilita risorse per circa 2400 miliardi di euro, di cui 540 di misure già previste e allocate per affrontare la crisi (SURE, BEI, MES pandemico), nuove risorse per il bilancio europeo per il settennio 2021-2027 (Quadro finanziario pluriennale) che raggiungono 1074 miliardi e, appunto, Next Generation EU<sup>5</sup> per oltre 800 miliardi di euro, tra cui le risorse del Dispositivo di ripresa e resilienza composto da 338 miliardi a prezzi correnti di sovvenzioni verso gli stati (312 a prezzi 2018) e 385 miliardi di prestiti a prezzi correnti verso gli stati (360 a prezzi 2018). Il Dispositivo si finanzia con capitali raccolti sui mercati finanziari attraverso emissioni di bond straordinari, effettuate a fine giugno dell'anno scorso e dal grande successo. Si tratta perciò di debito comune da parte degli Stati membri finalizzato ad alcune misure, alcune di diretto interesse per le imprese. Parte di queste risorse sono, appunto, destinate ai Paesi membri in forma di sovvenzione, altre in forma di prestito. L'Italia è uno dei pochi Paesi che ha chiesto anche le risorse a debito, di conseguenza maggiormente esposto alla buona riuscita del piano, oltre che maggiormente impegnato nella restituzione delle stesse.

Next Generation EU formalmente è un pacchetto di strumenti per complessivi 800 miliardi euro, il principale è il RFF per 723,8 miliardi di euro, poi ci sono: ReactEu per 50

---

<sup>5</sup> [https://europa.eu/next-generation-eu/index\\_it](https://europa.eu/next-generation-eu/index_it).

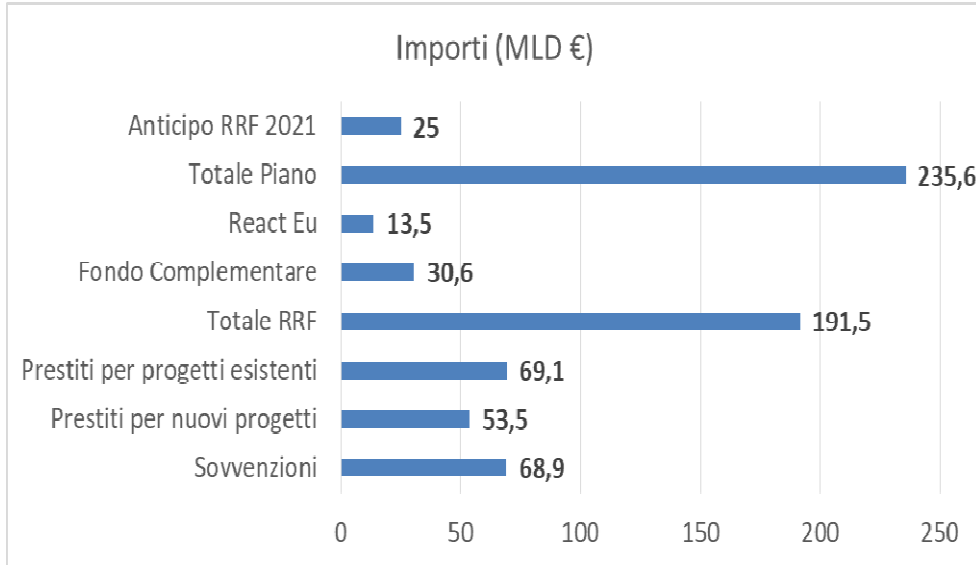
miliardi, Orizzonte Europa per 5 miliardi, il Fondo per una giusta transizione per circa 11 miliardi, InvestEU per 6 miliardi, RescEU per 2 miliardi, la dotazione maggiorata dello sviluppo rurale per 8 miliardi. Il regolamento approvato del Dispositivo (Reg. EU 2021/241<sup>6</sup>) sostanzialmente stabilisce che lo strumento finanzia riforme e investimenti in sei settori di intervento ben precisi, che indicano gli ambiti ma anche gli obiettivi che direzionano queste risorse:

1. transizione verde;
  2. trasformazione digitale;
  3. occupazione e crescita intelligente, sostenibile e inclusiva;
  4. coesione sociale e territoriale;
  5. salute e resilienza;
  6. politiche per la prossima generazione, infanzia, giovani, formazione e competenze.
- Su queste direttrici, ogni piano nazionale di spesa del fondo “RRF”, dal noto acronimo PNRR- Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, deve contenere i tempi di realizzazione, nonché dei “*Milestones and Targets*”, obiettivi intermedi, qualitativi, e finali, quantitativi, da raggiungere attraverso, appunto, investimenti e riforme strutturali. I singoli piani nazionali devono d'altronde essere valutati dalla Commissione, a seguire, ed essere approvati formalmente dal Consiglio. Perciò, la spesa del PNRR è a risultato (“*performance based*”) secondo la tempistica concordata nel piano ed entro il 2026. Un cambio di paradigma enorme rispetto ai rapporti finanziari usuali tra Stato Membro e Unione Europea. Per le Finanze pubbliche il PNRR è “croce e delizia”, può essere risparmio fiscale ma può anche diventare facilmente nuovo fabbisogno finanziario, quindi deficit e quindi debito, se gli investimenti per cui ci si è vincolati non vanno a raggiungimento secondo le condizionalità previste dal piano. Il piano italiano<sup>7</sup>, presentato il 23 aprile alla Commissione e approvato formalmente il 13 luglio, è composto da 527 condizionalità (“M&T”), 213 obiettivi intermedi/traguardi e 314 obiettivi finali. Alla fine, dopo Grecia, Romania e Croazia, il piano italiano approvato risulterà il più grande, in percentuale al PIL 2020 del Paese, attestandosi intorno all’11,5%. Questo piano, rispetto ai precedenti presentati dal Governo, risulta maggiormente congruo e convincente rispetto alle riforme, indicate nelle loro varie dimensioni: orizzontali (trasversali all’attuazione), abilitanti (funzionali all’attuazione del piano) e di accompagnamento (settoriali o comunque destinate ad accompagnare l’attuazione). Il piano ha una dotazione di risorse complessiva di 235 miliardi di euro, alcuni progetti (una trentina) di fatto vengono appostati in un fondo complementare di 30 miliardi, risorse ordinarie che consentono di recuperare alcuni progetti non rientrati nella programmazione sui fondi europei ma di fatto collegati alle progettazioni del Piano (Figura 1).

<sup>6</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021R0241&from=IT>.

<sup>7</sup> <https://italiadomani.gov.it/it/home.html>.

Figura 1 PNRR, dotazione complessiva



Fonte 1 Italia Domani

Le risorse del Piano sono divise per 6 Missioni, che contengono 16 Componenti cui sono collegate gli investimenti e le riforme del PNRR. Nel complesso il piano contiene 134 investimenti (conteggiando i sub investimenti diventano 235 se non addirittura, secondo un calcolo ancora più approfondito, 298) e 63 riforme (Figura 2).

Il piano italiano assume, così, una fisionomia maggiormente “Keynesiana”, classicamente intesa: investimenti pubblici molto incentrati sull’hardware del Paese, meno sul Software del Paese e di alcuni servizi in esso contenuti. D’altronde, i problemi del Paese sono noti e sono quelli da tempo, da cui ne deriva la necessaria aggressione, rapida ed efficace, attraverso il PNRR. Il grado di qualità e modernità della Pubblica amministrazione, il suo livello di digitalizzazione, la competitività delle principali filiere produttive italiane, il livello di incorporazione nel tessuto produttivo delle nuove tecnologie 4.0, l’ammmodernamento del patrimonio culturale, fatto di siti come di luoghi, borghi e centri di produzione culturale, assieme al potenziamento ed efficientamento energetico del comparto turistico sono di fatto al centro degli interventi previsti nella Missione 1 (49,9 miliardi di euro di dotazione).

L’aumento della produzione di energie rinnovabili, anche attraverso il contributo diretto di alcuni comparti come l’agricoltura, interessata anche ad importanti interventi diretti per aumentarne innovazione ed efficientamento energetico, la diffusione delle comunità energetiche, la strutturazione di progetti di gestione dei rifiuti, nell’ottica dell’economia circolare, l’efficientamento energetico di edifici pubblici (scuole in prevalenza) e privati, attraverso il Superbonus, gli interventi in favore della mobilità sostenibile, sia strutturali (ciclovie) che per rinnovare le flotte dei trasporti pubblici, nonché una serie di interventi

dedicati alla gestione sostenibile dell’acqua, dei sistemi irrigui in agricoltura, per la riduzione del rischio idrogeologico e per la gestione sostenibile dei fondali marini e fluviali, di fatto, sono tutti i temi al centro della Missione 2 (69,6 miliardi di euro di dotazione).

Il piano doveva rispettare i criteri di ripartizione regolamentari delle risorse verso le due transizioni, digitali (20%) ed ecologiche (37%), e li supera: due terzi delle risorse sono dedicati a questo (27% e 40%), quindi obiettivi di spesa che permeano tutto il piano, non solo le prime due missioni.

Infatti, il livello e la diffusione coesa nel territorio di infrastrutture, sostanzialmente ferroviarie, moderne e a consumi ridotti sono al centro della Missione 3 (31,5 miliardi di euro di dotazione), che prevede, oltre che il completamento di grandi opere infrastrutturali, soprattutto al sud, anche interventi importanti sui porti e gli aeroporti. Questa Missione è, di fatto, molto concentrata nella spesa verso le Regioni del Mezzogiorno, dove i ritardi di connessioni e collegamenti sono importanti. Sulla ripartizione delle risorse verso le Regioni meno sviluppate si è molto dibattuto nel corso dell’anno dedicato alla pianificazione. La quota di risorse dovrebbe essere pari a 82 miliardi ma, di fatto, si interverrà *ex lege*<sup>8</sup> per garantire il 40% di spesa del piano al Mezzogiorno.

Inoltre, i temi legati alla qualità e al potenziamento dell’offerta dei servizi di istruzione, in misura maggiore quelli dedicati all’infanzia, così come gli interventi per aumentare il livello di ricerca e sviluppo nel nostro Paese, potenziando università, centri di ricerca e tutti i sistemi che connettono alta formazione al mondo delle imprese, sono ampiamente trattati nella Missione 4 (33,8 miliardi di euro di dotazione).

Infine, le politiche del lavoro, attive e formative, principalmente rivolte a soggetti vulnerabili, giovani, donne, gli interventi dedicati al terzo settore, nei servizi sociali per le non autosufficienze, i disabili, gli emarginati e le povertà estreme, il servizio civile e vari e grandi progetti di rigenerazione urbana, sia per città metropolitane che per città medie e dedicati all’edilizia sociale, nonché alcuni interventi dedicati alla coesione territoriale, ossia il potenziamento delle aree interne, valorizzazione dei beni confiscati, potenziamento delle Zone economiche speciali, sono tutti al centro delle riforme e degli investimenti previsti dalla Missione 5 (29,9 miliardi di euro di dotazione).

In ultimo, ci sono gli investimenti e le riforme per il potenziamento del servizio sanitario e dell’assistenza sanitaria territoriale, attraverso le strutture di medicina di territorio, gli investimenti per l’assistenza domiciliare e tanto altro, sono al cuore degli interventi della Missione 6 (20,2 miliardi di euro di dotazione).

---

<sup>8</sup> Legge n. 108/2021 di conversione del D.L. n. 77/2021 recante “*Governance del Piano nazionale di rilancio e resilienza e prime misure di rafforzamento delle strutture amministrative e di accelerazione e snellimento delle procedure*”.

Figura 2 PNRR, Importi per Missioni e Componenti

<b>Missione/Componenti (importi, MLDE)</b>	<b>PNRR</b>	<b>React EU</b>	<b>FONDO COMP.</b>	<b>TOTALE NGEU</b>
Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura	40,32	0,8	8,74	49,86
M1C1 Digitalizzazione, innovazione e sicurezza nella PA	9,75	0	1,4	11,15
M1C2 Digitalizzazione, innovazione e competitività del sistema produttivo	23,89	0,8	5,88	30,57
M1C3 Turismo e cultura 4.0	6,68	0	1,46	8,13
Rivoluzione verde e transizione ecologica	59,44	1,31	9,16	69,64
M2C1 Agricoltura sostenibile ed economia circolare	5,27	0,5	1,2	6,97
M2C2 Transizione energetica e mobilità sostenibile	23,78	0,18	1,4	25,36
M2C3 Efficienza energetica e riqualificazione degli edifici	15,36	0,32	6,56	22,24
M2C4 Tutela del territorio e della risorsa idrica	15,06	0,31	0	15,37
Infrastrutture per una mobilità sostenibile	25,4	0	6,06	31,46
M3C1 Rete ferroviaria ad Alta velocità/capacità e strade sicure	24,77	0	3,2	27,97
M3C2 Intermodalità e logistica integrata	0,63	0	3,86	3,49
Istruzione e ricerca	30,88	1,93	1	33,81
M4C1 Potenziamento dell'offerta dei servizi di istruzione dagli asili nido alle università	19,44	1,45	0	20,89

Missione/Componenti (importi, MLD€)	PNRR	React EU	FONDO COMP.	TOTALE NGEU
M4C2 dalla ricerca all'impresa	11,44	0,48	1	12,92
Inclusione e coesione	19,81	7,25	2,77	29,83
M5C1 Politiche per il lavoro	6,66	5,97	0	12,63
M5C2 Infrastrutture sociali, famiglie, comunità e terzo settore	11,17	1,28	0,34	12,79
M5C3 Interventi speciali di coesione territoriale	1,98	0	2,43	4,41
Salute	15,63	1,71	2,89	20,23
M6C1 Reti di prossimità, strutture e telemedicina per l'assistenza sanitaria territoriale	7	1,5	0,5	9
M6C2 innovazione, ricerca e digitalizzazione dell'assistenza sanitaria	8,63	0,21	2,39	11,23
<b>TOTALE</b>	<b>191,5</b>	<b>13</b>	<b>30,64</b>	<b>235,14</b>

Fonte 2 Italia Domani

### ■ 3.3 Impatto macroeconomico generale e verso le imprese

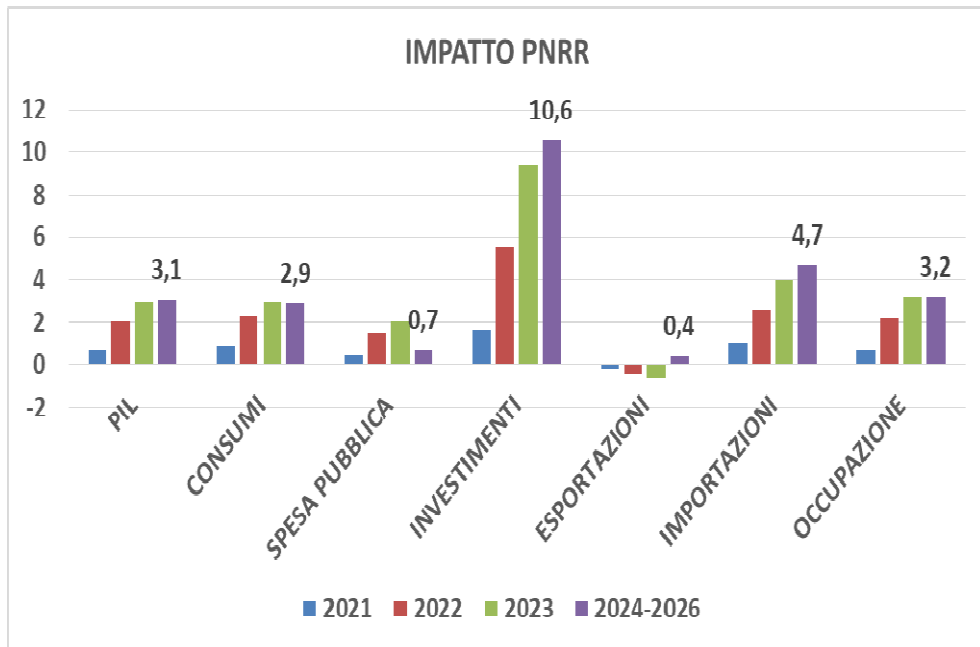
In termini macroeconomici, l'effetto del PNRR nel medio termine è atteso in maniera ampia e molto positiva, diversamente da quanto può comportare una singola voce di spesa del bilancio o un singolo programma di spesa o una singola Manovra di bilancio annuale.

Infatti, la crescita del PIL per il 2026, secondo il modello di valutazione della CE, dovrebbe essere pari ad uno scostamento dallo scenario base superiore a 3,6%. Il modello italiano del MEF stima un impatto di 3,1% in più sul finale di spesa, ma soprattutto un effetto leva sugli investimenti del nostro Paese di oltre 10% e un aumento dell'occupazione superiore all'aumento atteso del PIL, ossia 3,2% (Figura 3). Si ritorna così alle considerazioni fatte in premessa. Riattivare il ciclo crescita e investimenti, aumentando di conseguenza l'occupazione, è l'obiettivo cuore del piano, cui tendere nel-

le varie forme. A livello settoriale, a beneficiare del piano in maggior misura saranno le imprese delle costruzioni (+3,3% di aumento del Valore aggiunto a fine piano), le imprese attive nell’immobiliare (+2,8%) e nel commercio al dettaglio (+2,7%), a seguire quelle del commercio all’ingrosso (+1,3%) e dell’istruzione (+1%), dopo quelle legate ai servizi professionali (attività legali e contabilità, + 0,9%), quelle di prestatori di servizi finanziari e dei servizi di ristorazione e alloggio (+0,8%), quelle di trasporto (+0,7%) e infine quelle di consulenza e programmazione informatica (+0,6%).

Già guardando agli impatti previsti a livello settoriale, immaginare che i servizi professionali e i servizi finanziari giochino un ruolo determinante per la riuscita del piano non è tanto diverso dal vero o dell’altamente probabile.

Figura 3 Impatto PNRR - Modello MEF MACGEM



Fonte 1 Italia Domani

Il piano poggia molta parte degli investimenti sulle Pubbliche amministrazioni senza ombra di dubbio. Nello specifico, gli investimenti sono di competenza dei Ministeri/amministrazioni centrali ma anche in capo alle Regioni e, soprattutto, in capo ai Comuni (per circa 70/80 miliardi). La governance del piano di fatto è multilivello. Tutto ciò ne fa un piano dall’enorme complessità.

Ma molti sono gli investimenti direttamente indirizzati alle imprese, soggetti veri e propri realizzatori di opere e progetti, o beneficiare di misure incentivanti, finanziamenti o misure fiscali, o di misure indirette, nell’attuazione del piano nella misura in cui è possibile secondo gli schemi di contrattazione pubblica (avvisi e bandi pubblici, ma anche Par-

tenariati Pubblico Privati, Project Financing o co-progettazione, previsti dal codice dei contratti pubblici o dal codice de terzo settore).

Come si avrà modo di vedere in maniera più puntuale nel successivo capitolo, le imprese possono, perciò, beneficiare di misure incentivanti dirette al settore imprenditoriale, come quelle previste nella Missione 1. La seconda componente della Missione 1 si compone sostanzialmente di tre macro investimenti. Il rifinanziamento del Piano transizione 4.0, il rafforzamento delle politiche industriali innovative attraverso gli strumenti dei contratti di sviluppo e, infine, il potenziamento dell'internazionalizzazione delle PMI attraverso il rifinanziamento della legge n. 341/1981, in dotazione a SIMEST CDP.

Transizione 4.0 non è altro che il più grande investimento del nostro Paese per aumentare investimenti e formazione nel campo del 4.0 (robotica, sensoristica, cloud computing, intelligenza artificiale, internet of things e altre nuove tecnologie). Nato prima come Industria 4.0 e basato agli inizi con un sistema di incentivo fondato su aliquote d'ammortamento speciali, da tre anni l'incentivo ha assunto la forma di credito di imposta.

Sono assoggettabili all'incentivo beni tangibili e strumentali (compresi nell'Allegato A) o intangibili (compresi nell'Allegato B), oltre che il credito di imposta può essere riconosciuto anche per progetti formativi e per progetti di Ricerca & Sviluppo. Per lo strumento sono appostati 14 miliardi di PNRR e 4,5 miliardi di Fondo Complementare. Gran parte delle risorse dovranno essere spese entro il 2024, infatti i risultati del piano sono: almeno 69.900 imprese raggiunte entro il 2022, di cui 27.300 per beni strumentali immateriali 4.0; almeno 117.000 imprese entro 2023, di cui 41.500 per beni strumentali immateriali 4.0. La Legge di Bilancio 2022 (n. 234 del 30 dicembre 2021), ai commi 44 e 45, ha definito nuovi scaglioni e nuove aliquote. Per i beni dell'Allegato A («strumentali»), le aliquote per il 2022 sono determinate nel: 40% fino a 2,5 milioni; nel 20% per acquisti tra 2,5 e 10 milioni; nel 10% per acquisti superiori. Per i beni dell'Allegato B («immateriali») sono determinate nel 20% fino a 1 milione di euro. Per le attività di R&S l'aliquota è del 20% fino a 4 milioni di euro di programmi di spesa.

Per quanto riguarda le politiche industriali, 1,5 miliardi sono appostati per il finanziamento di almeno 40 Contratti di sviluppo, entro la metà del 2024, nelle principali filiere produttive italiane: agroalimentare, automotive, arredamento e design, cantieristica e aerospaziale, edilizia e immobiliare, energia e utilities, fashion & beauty, meccanica, media e TLC, trasporti e logistica, turismo. I contratti sono stimati dal valore singolo variabile tra i 16 e i 46 milioni di euro. Dopo un decreto direttoriale di settembre e un decreto del MISE di novembre 2021, lo strumento è stato rivitalizzato e parzialmente riformato. È in gestione ad Invitalia ed è uno strumento di incentivo negoziale dove più imprese grandi o PMI (la proponente con almeno 10 milioni di investimenti per i contratti industriali, 3 per gli altri settori) presentano un progetto/programma di sviluppo innovativo che può essere agevolato attraverso varie forme tecniche (finanziamenti agevolati, conto impianti, conto interessi, contributi diretti). Per i programmi industriali, i contratti hanno una dimensione minima di 20 milioni di euro, per i settori agroindustriali e il turismo devono contenere spese per almeno 7,5 milioni di euro.

Infine, c'è il bando SIMEST (sportello aperto fino a maggio 2022) con una dotazione di 2 miliardi di euro per sostenere almeno 4 mila PMI a partire da gennaio 2021. I bandi sono di tre tipi: il primo dedicato ad investimenti per la transizione digitale ed ecologica delle PMI a vocazione internazionale; un secondo dedicato alla partecipazione delle PMI a fiere e mostre internazionali; un terzo dedicato all'e-commerce.

Si tratta di interventi dove il supporto e la leva finanziaria da parte delle banche è fondamentale per la buona riuscita degli investimenti. A maggior ragione se la finanza è di tipo comunitario, come quelle che le BCC sanno offrire, regole e condizioni permettendo<sup>9</sup>.

Oppure, gli interventi per le imprese sono oggetto di misure incentivanti e progetti dedicati alle imprese le misure previste nel piano Borghi in dotazione al Ministero della cultura (1 miliardo di euro) per la parte relativa al potenziamento delle imprese culturali e turistiche che insistono e si sviluppano nei 250 borghi selezionati e finanziati dal piano.

Per quanto riguarda le imprese e le cooperative agricole, all'interno della Missione 2, componente agricoltura sostenibile, sono sostanzialmente diretti alle imprese gli investimenti per i Contratti di Filiera oppure gli investimenti per i parchi agricoli (produzione di fotovoltaico non a consumo di suolo) o per lo sviluppo del fotovoltaico a consumo di suolo oppure gli investimenti per l'innovazione in agricoltura o nel settore della logistica agroalimentare. Quasi 5 miliardi previsti in tutto.

Inoltre, sono dedicati alle imprese gli investimenti nell'economia circolare e nel trattamento dei rifiuti o quelli per la promozione delle comunità energetiche, anche in forma di impresa. Sono invece indirettamente connessi alle imprese gli investimenti sull'efficientamento energetico degli edifici privati, attraverso il noto Superbonus, e su quelli pubblici, soprattutto nel comparto scolastico.

Se le imprese beneficeranno indirettamente degli investimenti previsti sulla rete infrastrutturale, nella Missione 3, di fatto, saranno maggiormente protagoniste della spesa delle risorse previste nella Missione 4, per la parte dedicata alla ricerca applicata. Molte sono le misure che guardano finanziamenti al sistema della ricerca e al sistema delle imprese, nella misura in cui queste collaborano strutturalmente sia nell'alta formazione e nella ricerca, ma anche nel trasferimento tecnologico, nella disseminazione dei contenuti della ricerca, nell'incubazione di impresa (Ecosistemi per l'innovazione, Campioni nazionali). Sono previsti anche dei fondi per il potenziamento di strumenti esistenti come il Fondo innovazione di CDP.

Al netto degli interventi previsti per la formazione sul lavoro e qualche intervento a favore delle ZES (Zone Economiche Speciali), delle misure previste per il sostegno alla strategia delle aree interne e degli interventi di rigenerazione urbana, sia per le città metro-

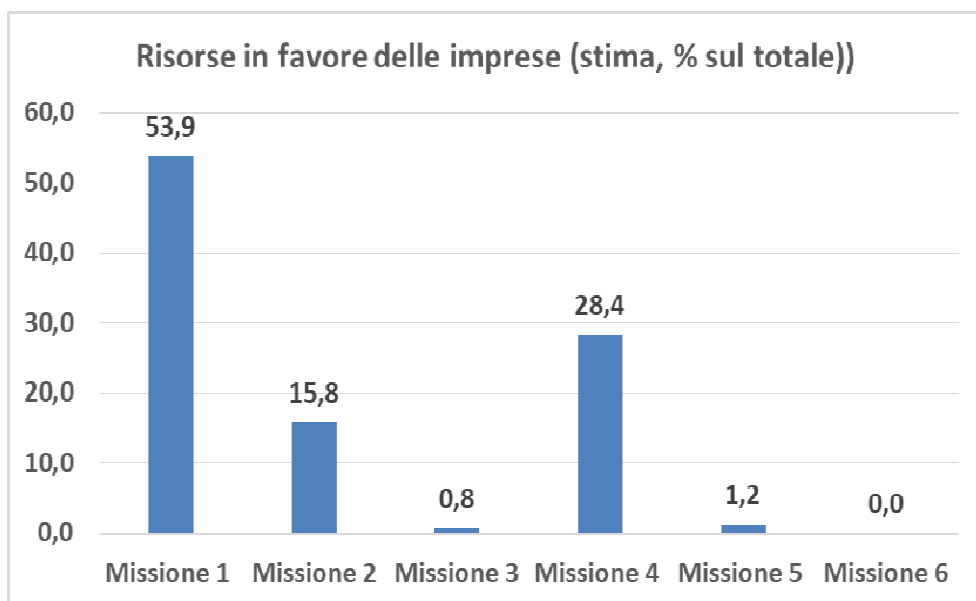
---

<sup>9</sup> G. Daconto su “*Credito Cooperativo – La rivista delle Banche di Comunità*”, n. 10, marzo 2022, Ecre Edizioni.

politane che per le città medie, la Missione 5 non prevede molte risorse in attuazione diretta delle imprese.

Ciò nonostante, nell’ottica della sussidiarietà dei servizi socio sanitari e sociali e del protagonismo del privato sociale e del terzo settore, non è assolutamente da escludere una ricaduta imprenditoriale delle risorse. Stesso ragionamento vale per la Missione 6. Di conseguenza, la Missione 1 ha la quota di risorse maggiori per le imprese 54% del totale, seguono la Missione 4 con il 28% delle risorse totali, la Missione 2 con il 16% e le altre misure con la restante parte (Figura 4). Si stimano, così, 24 interventi diretti nel piano dove le imprese sono destinatarie di progetti o misure incentivanti. Sono 169 invece se li vediamo dal lato della realizzazione complessiva. Le risorse disponibili a favore delle imprese sono 32,6 se prendiamo in considerazione le prime, invece, prendendo in considerazione tutto ciò che direttamente o indirettamente le imprese realizzeranno entro il 2026 si stimano 157 miliardi di euro<sup>10</sup> (pari praticamente alla metà della quota di investimenti fissi lordi annui nel nostro Paese).

Figura 4 Importi PNRR per le imprese



Fonte 4 Servizio Centrale PNRR - RGS MEF

<sup>10</sup> Servizio Centrale PNRR – MEF RGS, Italia Domani.

### ■ 3.4 Le implicazioni dal punto di vista finanziario: suggerimenti/spunti di riflessione

Infine, occorre precisare alcuni ultimi aspetti generali legati al piano e al rapporto con le imprese. Tutti i progetti finanziati dal piano devono rispondere al raggiungimento di alcuni obiettivi generali, quindi devono essere legati alle due sfide del piano (quella ecologica e quella digitale), devono rispettare la clausola del non arrecare danno significativo all’ambiente, non devono essere soggetti a doppio finanziamento e, soprattutto, devono impegnare i soggetti realizzatori e attuatori del piano ad incrementare gli occupati giovanili e femminili nella misura del 30%.

Nella sostanza, il piano lega strategia e attuazione in maniera molto stretta rispetto alle sfide della digitalizzazione e della sostenibilità ambientale. Ritornano, così, i temi affrontati precedentemente. L’intenzione è appunto che il piano sia da “booster” rispetto alla capacità di digitalizzazione delle imprese, nonché rispetto al complessivo miglioramento del loro impatto sull’ambiente.

In tal senso, il raggiungimento dei target previsti dal piano deve essere alla portata di tutti e il sistema finanziario può accompagnare il sistema imprenditoriale a crescere in tal senso, sia come advisor delle scelte finanziarie che come co-finanziatore di singoli investimenti. Le banche non hanno un ruolo diretto nell’attuazione del Piano ma trasversale, sia verso le imprese che verso gli enti locali, anch’essi bisognosi di assistenza e finanza di terzi, soprattutto per gli enti locali.

Sono previsti degli appostamenti sul fondo centrale di garanzia per quanto riguarda il settore turistico, sono previsti degli strumenti di ingegneria finanziaria e di Fondo dei Fondi con Cassa depositi e Prestiti, se possibile il Project Financing, anche se ha tempi di articolazione generalmente non brevi, in supporto alle amministrazioni che dovranno effettuare soprattutto opere pubbliche da costruire. Ma soprattutto il ruolo delle banche è centrale nei processi di cofinanziamento degli investimenti privati: difficilmente il Piano potrà coprirli al 100%.

Ecco perché parte della riuscita del piano e della ripresa economica passa anche da un processo della finanza che stimola il mondo imprenditoriale ad aumentare gli investimenti, soprattutto in alcuni comparti, nell’ottica di aumentare la propria competitività e quella del Paese tutto.

Questo passaggio è tanto necessario alla luce dello scenario spiegato precedentemente: merito creditizio che durante il Covid peggiora, anche se leggermente; dimensione delle imprese mediamente più bassa e correlata alle performance economiche e finanziarie; sistema imprenditoriale poco patrimonializzato e maggiormente indebitato.

Tutte implicazioni che spingono imprese, banche, mondo della consulenza e delle professioni a fare cose nuove con politiche nuove. A maggior ragione se immaginiamo di rafforzare il sistema finanziario basandolo maggiormente su quello relazionale: dove l’importanza e la presenza dei partner finanziari di prossimità fanno la differenza rispetto alle singole scelte imprenditoriali e di investimento. Sia nell’ottica di uno sviluppo maggiore che nell’ottica di andare incontro a quello sviluppo di tipo “olistico”, sosteni-

bile, che assicura la tenuta assieme di vari fattori ed elementi che concorrono alla creazione di valore nel lungo periodo, anche per le generazioni future, nel rispetto dell’ambiente, degli impatti economici e sociali e di governance.

In questo quadro, le cooperative appartengono ad un unicum giuridico da preservare, anche per le performance raggiunte in relazione all’impatto economico e sociale che hanno nel comparto del credito, come negli altri comparti produttivi italiani. La valorizzazione delle pluralità delle forme di imprese anch’essa genera valore e crescita duratura e sostenibile.

L’ecosistema dei servizi a supporto delle imprese, da quelli finanziari, garantiti dal sistema bancario, soprattutto di comunità, a quelli consulenziali e professionali, come quelli garantiti dall’ODCEC, possono rappresentare quel valore aggiunto significativo per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo che il nostro Paese e la nostra società hanno dentro il PNRR e dentro le sfide delle “prossime generazioni”.



# 4. Finanza Agevolata: PNRR, programmazione 2021-27 e prospettive per le imprese italiane

A cura di Vito Cinquepalmi<sup>1</sup>, Fabio Siricio<sup>2</sup>, Salvatore Avino, Giacomina De Ceglie, Massimo Ianni, Laura Manzo, Maria Lorena Totaro e Daniela Totaro<sup>3</sup>

## 4.1 Introduzione al PNRR

Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), di cui si è già data nel precedente capitolo un'introduzione di ampio respiro, delinea un articolato pacchetto di riforme e investimenti al fine di accedere alle risorse finanziarie messe a disposizione dall'Unione europea con il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility - RRF*), perno della strategia di ripresa post-pandemica finanziata tramite il programma Next Generation EU (NGEU).

I fondi a disposizione ammontano a 191,5 miliardi di euro, da impiegare nel periodo 2021-2026, dei quali 68,9 miliardi sono sovvenzioni a fondo perduto e 122,6 miliardi di euro prestati, finanziati attraverso il Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza, a cui si aggiungono ulteriori 30,6 miliardi di risorse nazionali del Fondo complementare e 13 miliardi del React EU, il Pacchetto di assistenza alla Ripresa per la Coesione e i Territori di Europa.

Come ricordato in precedenza, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) si articola in 16 Componenti, raggruppate in 6 Missioni:

- le 16 Componenti sono gli ambiti in cui aggregare progetti di investimento e riforma dei Piani stessi.
- Le 6 Missioni del PNRR sono:
  - digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo;
  - rivoluzione verde e transizione ecologica;
  - infrastrutture per una mobilità sostenibile;
  - istruzione e ricerca;
  - inclusione e coesione;
  - salute.

Nell'ambito del presente elaborato, dopo una schematica quanto - ci auguriamo - efficace esplicitazione degli obiettivi delle sei missioni, si porrà l'attenzione a quanto utile

<sup>1</sup> Presidente Commissione di Studio UNGDCEC Finanza Agevolata e Fondi Europei

<sup>2</sup> Segretario Commissione di Studio UNGDCEC Finanza Agevolata e Fondi Europei

<sup>3</sup> Componenti Commissione di Studio UNGDCEC Finanza Agevolata e Fondi Europei

per le aziende, procedendo in sintesi con la Missione 1 (digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo) e 2 (rivoluzione verde e transizione ecologica), e proponendo qualche utile spunto rispetto alle misure attualmente attive nell'ambito del PNRR, affinché possano rappresentare uno stimolo per i colleghi ad avvicinarsi a queste tematiche.

## ■ 4.2 Le Missioni del Piano

I fondi del Next Generation UE avranno un ruolo vitale quale strumento di competitività futura, al fine di riportare l'Italia su un sentiero di crescita nel corso dei prossimi anni. Il piano strategico elaborato dal Governo Italiano, denominato appunto Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), rappresenta, infatti, lo strumento per la riqualificazione e l'ammodernamento dei settori dell'economia, dell'ambiente e della coesione sociale italiana. L'indebitamento necessario per l'uscita dalla pandemia che ha colpito tutto il mondo ed in particolar modo l'Italia, pone il Paese (e quindi anche le famiglie e le imprese) davanti ad un diktat per il prossimo futuro: **far crescere la produttività**.

Di seguito un breve *excursus* sulle più importanti risorse del PNRR destinate alle imprese:

### Missione 1 - Digitalizzazione e Innovazione





<u>Transizione 4.0</u>	<p>Piano di <b>investimenti in regime di credito d'imposta</b> fondato su tre agevolazioni fondamentali:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Credito d'imposta per investimenti in <a href="#">beni strumentali</a></li> <li>• Credito d'imposta per investimenti in <a href="#">ricerca, sviluppo, innovazione e design</a></li> <li>• Credito d'imposta per investimenti in <a href="#">formazione 4.0</a></li> </ul>
------------------------	--




<u>Investimenti ad alto contenuto tecnologico</u>	<p>Contributi per <b>investimenti in macchinari, impianti e attrezzature, per produzioni ad alta tecnologia</b>. Misura complementare al <i>Piano Transizione 4.0</i>, con contributi pari al 40% dell'ammontare complessivo delle spese ammesse.</p>
---	---



<u>Investimenti in politiche industriali di filiera e internazionalizzazione</u>	<p>Comprendono i seguenti interventi:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>Sostegno dell'internazionalizzazione</u> delle PMI italiane. Incremento della dotazione del <b>Fondo 394/81</b>, che eroga contributi e prestiti agevolati a imprese italiane operanti sui mercati esteri, inclusi i Paesi membri dell'Unione Europea.</li> <li>2. <u>Sostegno alle filiere produttive</u> con aiuti finanziari alle imprese (sia contributi, sia prestiti agevolati) tramite i <b>Contratti di Sviluppo</b>, operativi già dal 2012. L'obiettivo è il finanziamento di strategie, innovazioni e progetti di filiera, con particolare attenzione alle Regioni del Mezzogiorno. Le risorse destinate daranno la possibilità di avviare circa 40 contratti di sviluppo.</li> <li>3. <u>Riforma del sistema della proprietà industriale</u>, per salvaguardare il <i>Made in Italy</i>, elaborata dopo un processo di consultazione pubblica. Consiste nell'implementare una strategia pluriennale con l'obiettivo di sviluppare il valore all'innovazione e incentivare l'investimento nel futuro.</li> </ol>
--	--

	<p><u>Investimenti per strategia digitale e piattaforme per il patrimonio culturale</u></p>	<p>Incentivi per la <b>digitalizzazione musei, archivi, biblioteche e luoghi della cultura</b>, attraverso la creazione di un'infrastruttura digitale nazionale che raccolga, integri e conservi le risorse digitali, al fine di favorire la fruizione pubblica attraverso piattaforme dedicate.</p> <p>Sostegno alla creazione di <b>nuovi contenuti culturali</b> e sviluppo di <b>servizi digitali ad alto valore aggiunto</b> da parte di imprese culturali/creative e start-up innovative, con l'obiettivo finale di stimolare un'economia basata sulla circolazione della conoscenza.</p>
	<p><u>Turismo 4.0</u></p>	<p>Investimenti per migliorare le strutture turistico-ricettive e i servizi turistici, sviluppando la competitività delle imprese e promuovendo un'offerta turistica basata su sostenibilità ambientale, innovazione e digitalizzazione dei servizi. Tra gli interventi degni di nota:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Credito fiscale</b> (530 milioni) con investimenti finalizzati alla sostenibilità ambientale (fonti rinnovabili a minor consumo energetico), alla riqualificazione e all'aumento degli standard qualitativi delle strutture ricettive italiane;</li> <li>• <b>Fondo di Fondi BEI</b> (Turismo Sostenibile 748 milioni) può raccogliere capitale anche tramite la partecipazione ad iniziative delle istituzioni finanziarie europee per concedere crediti agevolati al settore turistico;</li> <li>• <b>Potenziamento Fondo Nazionale Turismo</b> (150 milioni) per la riqualificazione di immobili ad alto potenziale turistico (in particolare degli alberghi più famosi) al fine di dare valore all'identità dell'ospitalità italiana di eccellenza e promuovere l'ingresso di nuovi capitali privati;</li> <li>• <b>Sezione Speciale Turismo del Fondo Centrale di Garanzia</b> (358 milioni) per facilitare l'accesso al credito per gli imprenditori che gestiscono un'impresa esistente o per i giovani che intendono avviare una propria attività.</li> </ul>

## Missione 2 – Rivoluzione Verde e Transizione Ecologica

	<p>Investimenti pari a 68,6 miliardi con l'obiettivo di migliorare la sostenibilità e la resilienza del sistema economico e assicurare una transizione ambientale equa e inclusiva. Nello specifico gli ambiti sono:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Economia circolare, gestione dei rifiuti e agricoltura sostenibile</b> per potenziare la rete di raccolta differenziata e degli impianti di trattamento, riciclo dei e gestione dei rifiuti in tutto il Paese. Sviluppare una filiera agricola alimentare smart e sostenibile, riducendo l'impatto ambientale in una delle eccellenze italiane, tramite supply chain "verdi".</li> <li>• <b>Energia rinnovabile, idrogeno, rete e mobilità sostenibile</b> al fine di sviluppare una leadership internazionale industriale e di conoscenza nelle principali filiere della transizione, promuovendo lo sviluppo in Italia di supply chain competitive nei settori a maggior crescita, che consentano di ridurre la dipendenza da importazioni di tecnologie e rafforzando la ricerca e lo sviluppo nelle aree più innovative (fotovoltaico, idrolizzatori, batterie per il settore dei trasporti e per il settore elettrico, mezzi di trasporto).</li> <li>• <b>Efficienza energetica e riqualificazione degli edifici</b> rafforzando l'efficientamento energetico, incrementando il livello di efficienza degli edifici, sia negli edifici pubblici (es. scuole, cittadelle giudiziarie), sia negli edifici privati, come già avviato dall'attuale misura "Superbonus".</li> <li>• <b>Tutela del territorio e della risorsa idrica</b> con azioni per rendere il Paese più resiliente agli inevitabili cambiamenti climatici, proteggere la natura e le biodiversità, e garantire la sicurezza e l'efficienza del sistema idrico.</li> </ul>
--	--

### Missione 3 – Infrastrutture per una Mobilità Sostenibile





	<p>Investimenti pari a 31,5 miliardi il cui obiettivo primario è lo sviluppo di un'infrastruttura di trasporto moderna, sostenibile ed estesa a tutte le aree del Paese. Nello specifico gli ambiti sono:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Investimenti rete ferroviaria</b> con completamento dei principali assi ferroviari ad alta velocità ed alta capacità, all'integrazione fra questi e la rete ferroviaria regionale e alla messa in sicurezza dell'intera rete ferroviaria.</li><li>• <b>Intermodalità e logistica integrata</b> con interventi a supporto dell'ammodernamento e della digitalizzazione del sistema della logistica. Investimenti anche per la <u>sicurezza stradale 4.0</u>, al fine di migliorare la sicurezza e la resilienza climatica/sismica di ponti e viadotti; interventi per lo sviluppo del sistema portuale per il miglioramento della competitività, capacità e produttività dei porti italiani, con una particolare attenzione alla riduzione delle emissioni inquinanti.</li></ul>
--	--

### Missione 4 – Istruzione e Ricerca




<p><u>Finanziamento di start-up</u></p>	<p>Integrazione delle risorse del <b>Fondo Nazionale per l'Innovazione</b> (gestito da Cassa Depositi e Prestiti a sostegno dello sviluppo del Venture Capital in Italia), si pone come obiettivo l'aumento del numero di imprese innovative beneficiarie del Fondo, al fine di finanziare investimenti privati con impatti positivi e valore aggiunto sia nel campo della ricerca sia sull'economia nazionale. L'investimento consentirà di sostenere 250 piccole e medie imprese innovative con investimenti per 700 milioni di euro (partecipazione media pari a 1,2 mln di euro).</p>
---	---

## Missione 5 – Inclusione e Coesione

	<p><u>Creazione di imprese femminili</u></p>	<p>L'intervento ha lo scopo di sostenere l'imprenditoria femminile attraverso il <b>Fondo Impresa Donna</b> e il rafforzamento di misure già esistenti, come NITO (per la creazione di PMI e auto-imprenditoria) e Smart&amp;Start (per le start-up e PMI innovative), i cui schemi saranno modificati e adattati per perseguire i fini legati all'imprenditoria femminile. Al Fondo saranno affiancate misure di accompagnamento (<i>mentoring</i>, supporto tecnico-gestionale, misure per la conciliazione vita-lavoro, ecc.), campagne di comunicazione multimediali ed eventi e azioni di monitoraggio e di valutazione.</p>
	<p><u>Rafforzamento delle Zone Economiche Speciali (ZES)</u></p>	<p>Le ZES (Campania, Calabria, Puglia, Basilicata, Molise, Sicilia, Abruzzo e Sardegna) sono aree del Sud Italia che hanno una legislazione economica di vantaggio. La riforma riguarda la semplificazione del sistema di <i>governance</i> delle ZES e lo sviluppo di meccanismi in grado di garantire un'operatività degli interventi in tempi rapidi e l'insediamento di nuove imprese.</p> <p>In particolare la riforma riguarderà <b>l'attività e i poteri del Commissario</b> che avrà la titolarità del procedimento di autorizzazione unica e sarà l'interlocutore principale per gli attori economici interessati a investire sul territorio di riferimento.</p> <p>Inoltre, sempre per rendere agevole il procedimento amministrativo di insediamento di nuove imprese, è prevista la realizzazione del <b>Digital One stop Shop ZES</b>, che aumenterà il potenziale di crescita dei territori target, accrescendone l'attrattività nei confronti delle imprese (anche straniere), con conseguente possibile impatto occupazionale.</p>

## Missione 6 – Salute

	<p>Finanziamenti per 18,5 miliardi con l'obiettivo di rafforzare la prevenzione e i servizi sanitari sul territorio, modernizzare e digitalizzare il sistema sanitario e garantire equità di accesso alle cure. Nello specifico gli ambiti sono:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Reti di prossimità, strutture intermedie e telemedicina per l'assistenza sanitaria territoriale</b> rafforzando le prestazioni erogate sul territorio grazie al potenziamento e alla creazione di strutture e presidi territoriali (come le Case della Comunità e gli Ospedali di Comunità), il rafforzamento dell'assistenza domiciliare, lo sviluppo della telemedicina e una più efficace integrazione con tutti i servizi socio-sanitari.</li> <li>• <b>Innovazione, ricerca e digitalizzazione del servizio sanitario nazionale</b> per il rinnovamento e per l'ammodernamento delle strutture tecnologiche e digitali esistenti, il completamento e la diffusione del Fascicolo Sanitario Elettronico (FSE), una migliore capacità di erogazione e monitoraggio dei Livelli Essenziali di Assistenza (LEA) attraverso più efficaci sistemi informativi. Rilevanti risorse sono destinate anche alla ricerca scientifica e a favorire il trasferimento tecnologico, oltre che a rafforzare le competenze e il capitale umano del SSN anche mediante il potenziamento della formazione del personale.</li> </ul>
---	---

### ■ 4.3 Le principali misure a favore delle imprese

#### *Il Fast Track*

Al fine di agevolare l’attuazione dei progetti compresi nel PNRR, nel primo provvedimento di attuazione del medesimo, sono state introdotte significative modifiche alla procedura per l’ottenimento della Valutazione di Impatto Ambientale (VIA), requisito preliminare a molti dei progetti previsti dal Piano.

Il procedimento di VIA è definito dal TUA (il “Testo Unico Ambiente”) come il “*procedimento che comprende l’elaborazione e presentazione dello studio di impatto ambientale da parte del proponente, lo svolgimento delle consultazioni, la valutazione dello studio di impatto ambientale, delle eventuali informazioni supplementari fornite dal proponente e degli esiti delle consultazioni, l’adozione del provvedimento di VIA in merito agli impatti ambientali del progetto, l’integrazione del provvedimento di VIA nel provvedimento di autorizzazione del progetto*”.

È stato, inoltre, istituito un organo dedicato in via esclusiva alla trattazione delle istanze di VIA ad essi relativi e sono state previste modalità di sostituzione degli organi competenti che rimangano inerti, tutte novità volte a garantire una rapida ed efficiente finalizzazione della procedura di VIA c.d. “fast track”.

Le attività relative a quest’ultima procedura sono di competenza di una apposita Commissione tecnica, che svolge le proprie attività a tempo pieno alle dipendenze funzionali del Ministero della Transizione Ecologica (MITE).

Il comma 1 dell’art. 8 del TUA stabilisce, inoltre, un ordine di precedenza che deve essere rispettato dalle Commissioni tecniche per le VIA (sia ordinaria che “fast track”) nella trattazione dei procedimenti. Segnatamente, deve essere garantita priorità ai progetti:

- aventi un comprovato valore economico superiore ai 5 milioni di euro;
- una ricaduta in termini di maggiore occupazione attesa superiore a 15 unità di personale;
- cui si correlano scadenze non superiori a 12 mesi, fissate con termine perentorio dalla legge o comunque da enti terzi; o
- relativi ad impianti già autorizzati e la cui autorizzazione scade entro 12 mesi dalla presentazione dell’istanza.

Le modifiche apportate dal D.L. n. 77/2021 ai commi 2 e 2-bis dell’art. 25 del TUA, con la previsione di termini accelerati per la VIA “fast track”, hanno sostanzialmente dimezzato le tempistiche (già abbreviate in via generale dal medesimo provvedimento legislativo) per l’ottenimento della VIA. Infatti, salva la necessità di eventuali richieste di maggiori termini da parte del proponente, il procedimento vede applicati i seguenti termini (per complessivi 175 giorni massimi):

- entro 15 giorni dall’istanza di avvio del procedimento, l’autorità competente deve provvedere alla verifica dell’istanza stessa e all’avvio della fase di consultazione (art. 23, comma 3 del TUA)

- entro 130 giorni dall'inizio della fase di consultazione, la Commissione PNRR-PNIEC deve rendere il proprio parere (art. 25, comma 2-bis del TUA)
- entro 30 giorni successivi al parere della Commissione PNRR-PNIEC, il direttore generale del MITE deve adottare il provvedimento di VIA (art. 25, comma 2-bis del TUA).

Anche i termini relativi alla fase di consultazione di cui all'art. 24 del TUA sono stati abbreviati e le varie fasi della consultazione sono state semplificate.

### *Bonus beni strumentali 4.0*

Con la pubblicazione del decreto Sostegni ter (D.L. n. 4 del 27 gennaio 2022) sono state apportate talune modifiche alla disciplina del credito d'imposta per investimenti in beni strumentali.

In particolare, il comma 1 dell'art. 10 del decreto integra il nuovo comma 1057-bis dell'art. 1 della Legge n. 178/2020, introdotto dall'art. 1, comma 44, lettera b, Legge n. 234/2021 (Legge di Bilancio 2022) che ha previsto le nuove misure del credito d'imposta per investimenti in beni strumentali 4.0 per il periodo dal 2023 al 2025.

Le nuove disposizioni, introdotte dalla Legge di Bilancio 2022, prevedono che tutte le imprese effettuanti investimenti in beni materiali strumentali nuovi (indicati nell'Allegato A della Legge n. 232/2016) dal 1° gennaio 2023 al 31 dicembre 2025, oppure entro il 30 giugno 2026 a condizione che entro il 31 dicembre 2025 risulti accettato dal venditore il relativo ordine e sia stato effettuato il pagamento di un acconto in misura almeno pari al 20% del costo di acquisizione del bene, il bonus è riconosciuto nella misura del:

- 20% del costo, per quota di investimenti fino a 2,5 milioni di euro;
- 10% del costo, per la quota di investimenti superiori a 2,5 milioni di euro e fino a 10 milioni di euro;
- 5% del costo, per la quota di investimenti superiori a 10 milioni di euro e fino al limite massimo di 20 milioni di euro.

Inoltre, a differenza della precedente versione dell'agevolazione e stante all'attuale formulazione normativa, i plafond così determinati sembrano non riguardare ogni singola annualità, ma essere previsti per l'intero periodo di validità del bonus, ossia 2023-2025.

Per completezza occorre ricordare che il beneficio in parola è stato prorogato anche con riferimento agli investimenti in beni immateriali strumentali in chiave 4.0, riconducibili alle tipologie previste dall'Allegato B della Legge n. 232/2016. Per esso sono previste, suddivise per ogni annualità, le seguenti aliquote:

- fino al 31 dicembre 2023 (ovvero entro il 30 giugno 2024 a condizione che entro il 31 dicembre 2023 il relativo ordine risulti accettato dal venditore e sia avvenuto il pagamento di acconti in misura almeno pari al 20% del costo di acquisizione) il credito d'imposta è riconosciuto nella misura del 20% del costo, nel limite massimo annuale di costi ammissibili pari a 1 milione di euro;
- dal 1° gennaio 2024 e fino al 31 dicembre 2024 (ovvero entro il 30 giugno 2025 a condizione che entro il 31 dicembre 2024 il relativo ordine risulti accettato dal ven-

ditore e sia avvenuto il pagamento di acconti in misura almeno pari al 20% del costo di acquisizione) il credito d'imposta è riconosciuto nella misura del 15% del costo, nel limite massimo di costi ammissibili pari a 1 milione di euro;

- dal 1° gennaio 2025 e fino al 31 dicembre 2025 (ovvero entro il 30 giugno 2026 a condizione che entro il 31 dicembre 2025 il relativo ordine risulti accettato dal venditore e sia avvenuto il pagamento di acconti in misura almeno pari al 20% del costo di acquisizione) il credito d'imposta è riconosciuto nella misura del 10% del costo, nel limite massimo di costi ammissibili pari a 1 milione di euro.

Per tali investimenti, a differenza di quanto previsto per i beni materiali 4.0, è presente uno specifico riferimento al limite massimo annuale di costi ammissibili (1 milione di euro per ogni anno del triennio di riferimento 2023-2025).

In aggiunta a quanto già previsto dalla Legge di Bilancio 2022, il decreto Sostegni ter integra il contenuto del comma 1057-bis, prevedendo che per la quota superiore a 10 milioni di euro degli investimenti inclusi nel PNRR diretti alla realizzazione di obiettivi di transizione ecologica individuati con decreto del Ministero dello Sviluppo economico, di concerto con il Ministro della Transizione ecologica e con il Ministro dell'Economia e delle finanze, il credito d'imposta è riconosciuto nella misura del 5% del costo fino al limite massimo di costi complessivamente ammissibili pari a 50 milioni di euro.

Come suindicato, anche all'interno della disciplina del bonus beni strumentali vengono premiate, mediante l'innalzamento del valore della soglia dei costi complessivamente ammissibili nel periodo di riferimento, tutte quelle imprese che effettuano investimenti in beni materiali - inclusi nel PNRR - con obiettivi di transizione ecologica.

Da una prima lettura del dettato normativo, sembrerebbe, quindi, che per l'ultimo scaglione - al quale verrà applicata la medesima percentuale, pari al 5% - siano previsti due plafond distinti, ossia:

- per gli investimenti in beni materiali 4.0, il plafond è previsto per la quota superiore a 10 milioni e fino al limite massimo di 20 milioni;
- per gli investimenti inclusi nel PNRR con obiettivi di transizione ecologica (individuati con apposito decreto ministeriale), il plafond è previsto per la quota superiore a 10 milioni e fino al limite massimo di 50 milioni.

Sicuramente, saranno necessarie ulteriori indicazioni da parte del Legislatore finalizzate all'individuazione di quali siano gli investimenti che possono beneficiare di tale integrazione - che saranno, appunto, individuati con apposito decreto ministeriale - nonché al coordinamento con le, già esistenti, misure per gli investimenti effettuati nella fascia compresa tra i 10 e i 20 milioni di euro.

Oltre a ciò, come già evidenziato, sarà necessario ricevere conferma circa i limiti di spesa, i quali risulterebbero complessivi per tutto il triennio 2023-2025 e non più annuali come previsto per la precedente disciplina nonché per gli stessi beni immateriali 4.0.

Ai sensi del comma 3 dell'art. 10, D.L. n. 4/2022, il Ministero dell'Economia e delle finanze effettuerà il monitoraggio della fruizione del nuovo credito d'imposta. Infine, il comma 2 dispone che il maggior onere derivante da tale nuova disposizione è stimato

in circa 11 milioni di euro nel 2023, 25 milioni di euro nel 2024, 38 milioni di euro nel 2025, 30,5 milioni di euro nel 2026, 16,6 milioni di euro nel 2027 e 2,8 milioni di euro nel 2028.

### *Tour operator e agenzie di viaggio: 98 milioni per lo sviluppo digitale*

Con un'azione integrata del Ministero del Turismo e del Ministero dell'Economia e delle finanze, è stato adottato il decreto interministeriale recante le modalità applicative per la fruizione del credito d'imposta di cui all'art. 4, comma 1, D.L. n. 152/2021, meglio noto come tax credit tour operator e agenzie di viaggio, da collocarsi sotto il tetto della M1-C3 del PNRR e, più in particolare, all'interno dell'investimento 4.2 "Fondi integrati per la competitività delle imprese turistiche".

Il contributo può essere riconosciuto ai soggetti con codice Ateco 79.1, 79.11, 79.12, ovvero a tutti coloro che svolgono:

- attività delle agenzie di viaggio e tour operator;
- attività delle agenzie di viaggio;
- attività dei tour operator.

L'agevolazione in esame si sostanzia in un credito d'imposta fino al 50% dei costi sostenuti nel periodo decorrente dal 7 novembre 2021 al 31 dicembre 2024, fino all'importo massimo complessivo cumulato di 25.000 euro, nel rispetto delle somme stanziare, vale a dire:

- 18 milioni di euro per l'anno 2022;
- 10 milioni di euro per ciascuno degli anni 2023 e 2024;
- 60 milioni di euro per l'anno 2025.

È poi assicurata una quota di riserva del 40% dedicata agli interventi da realizzarsi in Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia. Il limite di spesa complessivo è attualmente pari a 98 milioni di euro, eventualmente integrabili sulla base della sopravvenienza di ulteriori risorse europee, statali e/o regionali.

Gli incentivi non sono cumulabili con altri contributi, sovvenzioni e agevolazioni pubblici concessi per gli stessi interventi e, in ogni caso, non possono portare al superamento del costo sostenuto per gli interventi.

Al fine di poter fruire del beneficio, i soggetti devono sostenere costi ed investire in attività di sviluppo digitale di cui all'art. 9, commi 2 e 2-bis, D.L. n. 83/2014, tra le quali si riscontrano:

- impianti wi-fi;
- siti web ottimizzati per il sistema mobile;
- programmi e sistemi informatici per la vendita diretta di servizi e pernottamenti;
- spazi e pubblicità per la promozione e commercializzazione di servizi e pernottamenti turistici sui siti e piattaforme informatiche specializzate;
- servizi di consulenza per la comunicazione e il marketing digitale;
- strumenti per la promozione digitale di proposte e offerte innovative in tema di inclusione e di ospitalità per persone con disabilità;
- servizi relativi alla formazione del titolare o del personale dipendente.

Inoltre, la norma prevede come gli investimenti o le attività di sviluppo digitale appena elencati dovranno, a pena di decadenza dell'incentivo:

- a) essere realizzati presso una sede operativa in Italia attiva alla presentazione della domanda;
- b) recare nella scheda progetto una descrizione compiuta e dettagliata degli interventi oggetto di agevolazione, e il progetto dovrà essere obbligatoriamente corredato da relazione tecnica;
- c) essere avviati entro un anno dalla data di pubblicazione sul sito del Ministero del Turismo dell'elenco dei soggetti beneficiari ammessi agli incentivi;
- d) essere conclusi entro il termine di 12 mesi dall'inizio dell'intervento, prorogabile, su richiesta, di massimo 6 mesi. Rimane, in ogni caso, fermo il termine massimo del 31 dicembre 2024, data entro la quale gli interventi di sviluppo digitale dovranno essere necessariamente ultimati.

Sono esclusi dalle spese ammissibili al credito d'imposta i costi relativi alla intermediazione commerciale.

Per ottenere il beneficio in oggetto, occorre presentare un'apposita domanda al Ministero del Turismo, esclusivamente per via telematica, attraverso la piattaforma online, le cui modalità di accesso saranno definite dallo stesso Ministero.

Il credito d'imposta è utilizzabile esclusivamente in compensazione a decorrere dall'anno successivo a quello in cui gli interventi sono stati realizzati, utilizzando il modello F24 da presentare esclusivamente tramite i servizi telematici offerti dall'Agenzia delle Entrate.

Il credito d'imposta è cedibile, in tutto o in parte, con facoltà di successiva cessione ad altri soggetti, comprese le banche e gli altri intermediari finanziari e non concorre alla formazione del reddito ai fini delle imposte sui redditi e del valore della produzione ai fini dell'imposta regionale sulle attività produttive.

### *La riforma dei processi*

Tra gli obiettivi quantitativi negoziati con la Commissione Europea nell'ambito del PNRR vi è la riduzione del c.d. *disposition time* complessivo, ossia la stima del tempo medio atteso di definizione dei procedimenti nei tre gradi di giudizio.

L'obiettivo da raggiungere entro il giugno 2026 per i procedimenti civili (ivi inclusi quelli tributari) è di ridurre la *disposition time* del 40% rispetto al dato 2019 (che vedeva una durata media complessiva dei procedimenti di 1302 giorni).

Nel procedimento civile e tributario il Parlamento ha promulgato la Legge 26 novembre 2021, n. 206 con cui viene data delega al Governo all'emanazione di uno o più decreti legislativi finalizzati a una riforma complessiva del processo civile i cui obiettivi sono "*semplificazione, speditezza e razionalizzazione del processo civile, nel rispetto della garanzia del contraddittorio*".

Una delle novità della Legge n. 206/2021 – per l'efficienza del processo civile, la revisione della disciplina degli strumenti di risoluzione alternativa delle controversie e la razionalizzazione dei procedimenti in materia di diritti delle persone e delle famiglie, non-

ché in materia di esecuzione forzata – è la riforma del procedimento sommario di cognizione, che è stato introdotto nel Codice di procedura civile dalla Legge n. 69/2009 che ha disciplinato detto procedimento agli artt. 702-bis, 702-ter e 702-quater del Capo III-bis, del Titolo I del Libro Quarto.

Nello specifico, l'art. 5, alla lettera n) della Legge n. 206/2021 dispone i criteri di delega volti a riformare detto procedimento che sarà collocato al Libro Secondo del Codice di rito e assumerà la nuova denominazione di "*procedimento semplificato di cognizione*". A tal proposito la relazione "*Relazione sull'amministrazione della giustizia nell'anno 2021*" evidenzia come, alla durata media dei procedimenti civili in Italia, la Corte di Cassazione contribuisca per il 52%.

Le novità della riforma risultano evidenti a partire dal *nomen iuris*, "*procedimento semplificato di cognizione*" che sembra definitivamente superare le perplessità circa il carattere sommario del rito previsto dagli artt. 702-bis e ss. c.p.c. La sommarietà, invero, non attiene alla cognizione della controversia, che resta piena, ma si traduce esclusivamente in una semplificazione del suo svolgimento mediante l'omissione di formalità e di formule sacramentali.

Novità emergono anche dal confronto tra l'attuale disciplina del procedimento sommario di cognizione con le nuove linee guida dettate dal citato art. 5, lettera n) della Legge n. 206/2021.

Il nuovo procedimento dovrà essere adottato anche nelle cause in cui il Tribunale giudica in composizione collegiale a differenza dell'attuale rimedio che, come visto, è esperibile solo nelle controversie in cui il Tribunale giudica in composizione monocratica.

In quest'ottica, il nuovo rimedio potrà essere attivato quando:

- i fatti di causa siano tutti non controversi;
- l'istruzione della causa si basi su prove documentali o di pronta soluzione;
- oppure sia richiesta un'attività istruttoria costituenda non complessa.

Diversamente, il giudizio dovrà essere trattato con il rito ordinario di cognizione. Allo stesso modo si procederà ove sia avanzata una domanda riconvenzionale priva delle condizioni per l'applicabilità del procedimento semplificato.

Al fine di garantire semplificazione, efficacia e ragionevole durata del processo, il nuovo procedimento semplificato di cognizione dovrà essere disciplinato stabilendo termini e tempi più ridotti rispetto al rito ordinario per lo svolgimento delle difese e il maturare delle preclusioni, nel rispetto del contraddittorio fra le parti.

Detto procedimento dovrà concludersi, inoltre, con una sentenza, anziché con l'attuale ordinanza provvisoriamente esecutiva.

Le differenze tra l'attuale procedimento sommario e il nuovo procedimento semplificato di cognizione sono, dunque, evidenti. Si attendono i futuri decreti legislativi per riscontrare se le novità previste dalla Legge n. 206/2021 saranno attuate secondo le finalità che hanno ispirato il Legislatore della riforma.

Con riferimento specifico alle controversie tributarie, la Relazione:

- fornisce dati statistici riferibili alle controversie in materia tributaria;

- propone considerazioni attuali e prospettiche che da tali dati sono emerse.

Sono questi, invero, i profili di maggior interesse nella prospettiva riformatrice intrapresa nell'ambito del PNRR. Per completezza si evidenzia che la relazione riporta anche una sintesi delle più significative sentenze pronunciate dalle Sezioni Unite in materia tributaria.

L'art. 1, comma 4, lettera q), della legge delega alla Legge n. 206/2021 introduce, in ambito lavoristico, un nuovo strumento potenzialmente deflattivo del contenzioso, ovvero quello già noto della negoziazione assistita per le controversie di cui all'art. 409.

La novità non è tanto l'applicabilità di tale strumento al diritto del lavoro, quanto l'estensione, in caso di accordo, della disciplina dell'art. 2113, comma 4, che era propria delle transazioni sottoscritte nelle "sedi protette". In altre parole, si concede agli avvocati di fornire assistenza nella negoziazione che ove condotta con successo produce gli effetti della sopra citata norma codicistica, prerogativa, quest'ultima, degli accordi abdicativi innanzi ad un soggetto terzo sia pubblico - inteso come gli uffici dell'ITL, enti certificatori e Giudici - ovvero il sindacato.

Dall'introduzione di tale norma si possono ricavare due importanti elementi di novità.

In primo luogo, estendere alla negoziazione assistita gli effetti di cui al comma 4 dell'art. 2113 c.c. significa anche prendere formalmente coscienza del ruolo dell'avvocato nell'ambito delle negoziazioni in materia giuslavoristica. In altre parole, si riconosce a questa figura professionale un ruolo decisivo nell'assistenza alle scelte consapevoli dei propri clienti.

Il secondo aspetto è quello relativo a un passaggio concettuale della figura del lavoratore da "contraente debole", che vede solo nel ruolo svolto dagli uffici pubblici e dei sindacati la tutela dei propri diritti rispetto al datore di lavoro, a un soggetto che si pone in una posizione maggiormente paritetica rispetto alla parte datoriale, nella misura in cui si fa assistere dai propri professionisti alla stessa stregua del c.d. contraente forte.

#### ■ 4.4 PNRR in pratica: alcuni bandi in scadenza

Quando si parla di PNRR molti colleghi si domandano come poter essere utili ai propri clienti e quali sono le soluzioni che fattivamente possono essere proposte alle aziende. Di seguito quindi si cercherà di dare un esempio concreto di come le misure del Piano possano fattivamente impattare sulle aziende e di quali sono le loro principali caratteristiche, riportando i principali bandi in scadenza nel breve termine. Lo faremo partendo con le misure SIMEST per la Transizione Digitale e la Transizione Ecologica delle PMI a vocazione internazionale che sfruttano le risorse dell'UE nell'ambito del PNRR – Misura 1 – Componente 2 – Investimento 5, Linea progettuale Rifinanziamento e Ridefinizione del Fondo 394/81 gestito da SIMEST, per poi passare al Fondo Impresa Femminile e alle Farmacie Rurali.

Intervento	<b><i>Transizione Digitale ed Ecologica delle PMI con vocazione internazionale – SIMEST</i></b>
Normativa di riferimento	Circolare operativa n. 01/PNRR/394/2021.
Finalità	Obiettivo favorire la transizione digitale (almeno il 50% del finanziamento) ed ecologica delle PMI e promuoverne la competitività sui mercati esteri.
Destinatari	<p>Le PMI con sede legale in Italia, costituite in forma di società di capitali e che abbiano depositato presso il Registro Imprese almeno due bilanci relativi a due esercizi completi, ed un fatturato estero la cui media degli ultimi due esercizi sia almeno il 20% del fatturato aziendale totale, oppure pari ad almeno il 10% del fatturato aziendale dell'ultimo bilancio depositato.</p> <p>Sono escluse dall'intervento le imprese operanti nelle seguenti attività:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sezione A: Agricoltura, Silvicultura e pesca tutte le attività;</li> <li>• Sezione C: Attività manifatturiere le classi 10.11 produzione di carne non di volatili e dei prodotti della macellazione (attività dei mattatoi) e 10.12 produzione di carne di volatili e dei prodotti della macellazione (attività dei mattatoi);</li> <li>• Settore bancario e finanziario.</li> </ul>
Importo finanziabile	<p>Fino ad un massimo di 300.000,00 euro ma comunque non superiore al 25% dei ricavi medi risultati dagli ultimi due bilanci approvati e depositati dall'impresa.</p> <p>L'esposizione complessiva dell'impresa verso il Fondo 394/81 non potrà essere superiore al 50% dei ricavi medi degli ultimi due bilanci.</p>
Agevolazione	Finanziamento a tasso agevolato (0,055%) in regime "de minimis", durata 6 anni di cui 2 di preammortamento, con co-finanziamento a fondo perduto, fino al 40% per le PMI del Sud (Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna, Sicilia) e fino al 25% per le restanti PMI. La quota di fondo perduto è concessa in regime di "Temporary Framework", per la realizzazione di investimenti volti a favorire la transizione digitale (almeno il 50% del finanziamento) ed ecologica delle PMI e promuoverne la competitività sui mercati esteri.
Scadenza	31 maggio 2022.

Intervento	<b><i>Sviluppo del commercio elettronico delle PMI in Paesi esteri (E-commerce) – SIMEST</i></b>
Normativa di riferimento	Circolare operativa n. 02/PNRR/394/2021.
Finalità	Rafforzare la competitività internazionale sostenendo lo sviluppo dell'e-

	<p>commerce, attraverso:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• la creazione di una nuova piattaforma propria, oppure</li> <li>• il miglioramento di una piattaforma propria già esistente, oppure</li> <li>• l'accesso ad un nuovo spazio/store di una piattaforma di terzi (i.e. market place) per commercializzare in paesi esteri beni/servizi prodotti in Italia o con marchio italiano.</li> </ul>
Destinatari	<p>Le PMI con sede legale in Italia, costituite in forma di società di capitali (anche Rete Soggetto) e che abbiano depositato presso il Registro Imprese almeno due bilanci relativi a due esercizi completi (indipendentemente dalla data di costituzione o di inizio attività della società stessa).</p> <p>Sono escluse dall'intervento le imprese operanti nelle seguenti attività:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sezione A: Agricoltura, Silvicultura e pesca tutte le attività;</li> <li>• Sezione C: Attività manifatturiere le classi 10.11 produzione di carne non di volatili e dei prodotti della macellazione (attività dei mattatoi) e 10.12 produzione di carne di volatili e dei prodotti della macellazione (attività dei mattatoi);</li> <li>• Settore bancario e finanziario.</li> </ul>
Importo finanziabile	<p>Fino ad un massimo di 300.000,00 euro ma, comunque, non superiore al 15% dei ricavi medi risultati dagli ultimi due bilanci approvati e depositati dall'impresa, con i seguenti ulteriori limiti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• importo minimo di 10.000,00 euro per Piattaforma propria o Piattaforma di terzi;</li> <li>• importo massimo per Piattaforma propria fino a 300.000,00 euro e, comunque, non superiore al 15% dei ricavi medi risultati dagli ultimi due bilanci approvati e depositati dall'impresa;</li> <li>• importo massimo per Piattaforma di terzi fino a 200.000,00 euro e, comunque, non superiore al 15% dei ricavi medi risultati dagli ultimi due bilanci approvati e depositati dall'impresa.</li> </ul> <p>L'esposizione complessiva dell'impresa verso il Fondo 394/81 non potrà essere superiore al 50% dei ricavi medi degli ultimi due bilanci.</p>
Agevolazione	<p>Finanziamento a tasso agevolato (0,055%) in regime "de minimis", durata 4 anni di cui 1 di preammortamento, con co-finanziamento a fondo perduto, fino al 40% per le PMI del Sud (Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna, Sicilia) e fino al 25% per le restanti PMI. La quota di fondo perduto è concessa nei limiti dell'importo massimo complessivo di agevolazione in regime di "Temporary Framework" per impresa.</p>
Scadenza	31 maggio 2022.
Intervento	<b><i>Partecipazione delle PMI a fiere e mostre internazionali, anche in Italia, e missioni di sistema – SIMEST</i></b>

Normativa di riferimento	Circolare operativa n. 03/PNRR/394/2021.
Finalità	Rafforzare la competitività internazionale attraverso la partecipazione a un singolo evento di carattere internazionale, anche virtuale tra: fiera, mostra, missione imprenditoriale e missione di sistema, per la promozione di beni e/o servizi prodotti in Italia o a marchio italiano.
Destinatari	<p>Le PMI con sede legale in Italia (anche Rete Soggetto), che abbia depositato presso il Registro Imprese almeno un bilancio relativi a un esercizio completo (indipendentemente dalla data di costituzione o di inizio attività della società stessa).</p> <p>Sono escluse dall'intervento le imprese operanti nelle seguenti attività:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sezione A: Agricoltura, Silvicoltura e pesca tutte le attività;</li> <li>• Sezione C: Attività manifatturiere le classi 10.11 produzione di carne non di volatili e dei prodotti della macellazione (attività dei mattatoi) e 10.12 produzione di carne di volatili e dei prodotti della macellazione (attività dei mattatoi);</li> <li>• Settore bancario e finanziario.</li> </ul>
Importo finanziabile	Fino ad un massimo di 150.000,00 euro ma, comunque, non superiore al 15% dei ricavi medi risultati dall'ultimo bilancio approvato e depositato dall'impresa. L'esposizione complessiva dell'impresa verso il Fondo 394/81 non potrà essere superiore al 50% dei ricavi medi degli ultimi due bilanci.
Agevolazione	<p>Finanziamento a tasso agevolato (0,055%) in regime "de minimis", durata 4 anni di cui 1 di preammortamento, con co-finanziamento a fondo perduto, fino al 40% per le PMI del Sud (Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna, Sicilia) e fino al 25% per le restanti PMI. La quota di fondo perduto è concessa nei limiti dell'importo massimo complessivo di agevolazione in regime di "Temporary Framework".</p> <p>L'erogazione del finanziamento è destinata per almeno il 30% a spese digitali connesse al progetto. Tale vincolo non si applica nel caso in cui l'evento internazionale riguardi tematiche ecologiche o digitali.</p>
Scadenza	31 maggio 2022.
Intervento	<b>Fondo Impresa Femminile</b>
Normativa di riferimento	Legge 30 dicembre 2020, n. 178, art. 1, comma 97 e PNRR.
Finalità	Promuovere e sostenere l'avvio e il rafforzamento dell'imprenditoria femminile.
Destinatari	Imprese a prevalente partecipazione femminile e lavoratrici autonome, di

	<p>qualsiasi dimensione, con sede legale e operativa su tutto il territorio nazionale, già costituite o di nuova costituzione.</p> <p>Settori economici ammissibili: industria, artigianato, trasformazione di prodotti agricoli, servizi, commercio, turismo.</p>
Importo finanziabile	<p>Spese ammissibili non superiori a 250.000 euro per la costituzione e l'avvio di una nuova impresa femminile e fino a 400.000 euro per lo sviluppo e il consolidamento delle imprese femminili già esistenti.</p>
Agevolazione	<p>Contributo a fondo perduto e finanziamento agevolato, anche in combinazione tra loro. Il finanziamento ha durata massima di 8 anni, tasso zero e non è assistito da forme di garanzia. La forma e la misura delle agevolazioni sono così articolate:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• per la nascita e lo sviluppo delle imprese femminili, le agevolazioni assumono la sola forma del contributo a fondo perduto per un importo massimo pari a:             <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 80% delle spese ammissibili e comunque fino a euro 50.000,00, per i programmi di investimento che prevedono spese ammissibili non superiori a euro 100.000,00; percentuale elevabile al 90% per le donne disoccupate;</li> <li>○ 50% delle spese ammissibili, per i programmi di investimento che prevedono spese ammissibili superiori a euro 100.000,00 e fino a euro 250.000,00;</li> </ul> </li> <li>• per lo sviluppo e il consolidamento delle imprese femminili, le agevolazioni assumono la forma sia del contributo a fondo perduto sia del finanziamento agevolato e sono così articolate:             <ul style="list-style-type: none"> <li>○ per le imprese femminili costituite da almeno 12 mesi e da non più di 36 mesi alla data di presentazione della domanda, le agevolazioni sono concesse fino a copertura dell'80% delle spese ammissibili, in egual misura in forma di contributo a fondo perduto e in forma di finanziamento agevolato;</li> <li>○ per le imprese femminili costituite da oltre 36 mesi alla data di presentazione della domanda, le agevolazioni sono concesse come al punto precedente in relazione alle spese di investimento, mentre le esigenze di capitale circolante costituenti spese ammissibili, sono agevolate nella forma del contributo a fondo perduto, per un importo complessivo pari all'80%.</li> </ul> </li> </ul>
Scadenza	<p>In attesa dell'apertura dei termini di presentazione, con procedura valutativa a sportello.</p>

Intervento	<b>Farmacie rurali sussidiate</b>
Normativa di riferimento	Missione 5 “Inclusione e coesione” - Componente 3 “Interventi speciali per la coesione territoriale” – Investimento 1 “Strategia nazionale per le aree interne” – Sub investimento 1.2 “Strutture sanitarie di prossimità territoriale” – Next Generation EU.
Finalità	<p>Consolidamento delle farmacie rurali, ubicate in centri con meno di 3000 abitanti, al fine di renderle strutture in grado di erogare servizi sanitari territoriali.</p> <p>Gli interventi finanziabili sono:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. ottimizzazione della dispensazione del farmaco: formazione sui farmaci innovativi, riorganizzazione e implementazione dell’area di dispensazione e dello stoccaggio, miglioramento del monitoraggio;</li> <li>2. partecipazione alla presa in carico del paziente cronico: formazione specialistica, dotazioni tecnologiche, informatiche e logistiche, teleconsulto;</li> <li>3. prestazione di servizi di primo e secondo livello: formazione, locazione o acquisto di dispositivi di telemedicina e analizzatori di sangue e urine.</li> </ol>
Destinatari	Farmacia rurali sussidiate, attive e iscritte al registro delle imprese, in regola con i versamenti dei contributi previdenziali.
Agevolazione	Fondo perduto <i>una tantum</i> in regime “de minimis” pari ai 2/3 del costo totale dell’investimento e comunque per un importo massimo di 44.260,00 euro.
Scadenza	30 giugno 2022.

## ■ 4.5 Oltre il PNRR: la programmazione 2021-2027

### ■ 4.5.1 Uno sguardo d’insieme

Nei precedenti paragrafi si è potuto apprezzare il quadro generale delle misure contenute nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Per il periodo 2021-2027 l’Unione Europea ha previsto misure aggiuntive al NextGenEU nel Quadro Finanziario Pluriennale (*Multiannual Financial Framework – MFF 2021-2027*) adottato dal Parlamento europeo il 17 dicembre 2020. Tali misure, entrate in vigore il 1° gennaio 2021, si sostanziano in risorse aggiuntive per oltre 1.074 miliardi di euro che secondo la regola “n+3” potranno essere utilizzate fino al massimo al 2030.

Le risorse stanziare dall’UE per il periodo 2021-2027 ammontano, pertanto, complessivamente ad oltre 1.824 miliardi; tali risorse sono, a ben vedere, una straordinaria opportunità per amministrazioni, imprese e cittadini europei, sempreché vengano allocate ed impiegate correttamente.

Per comprendere meglio la destinazione, ed il conseguente impiego, di tali risorse occorre una breve panoramica sulle strategie europee che indirizzano la programmazione 2021-2027; Il QFP (o MMF) approvato coprirà sette categorie di spesa e finanzierà circa quaranta programmi nei prossimi sette anni. Le categorie di spesa previste sono:

1. mercato unico, innovazione e agenda digitale: 132,8 miliardi di EUR;
2. coesione, resilienza e valori: 377,8 miliardi di EUR;
3. risorse naturali e ambiente: 356,4 miliardi di EUR;
4. migrazione e gestione delle frontiere: 22,7 miliardi di EUR;
5. sicurezza e difesa: 13,2 miliardi di EUR;
6. vicinato e resto del mondo: 98,4 miliardi di EUR;
7. pubblica amministrazione europea: 73,1 miliardi di EUR.

Ciascun Programma nell'ambito delle singole categorie di spesa dovrà essere regolato tramite l'approvazione di regolamenti specifici che individueranno le norme di funzionamento, mentre la decisione sulle risorse proprie dell'UE dovrà essere approvata in tutti gli Stati membri conformemente alle rispettive norme costituzionali

#### ■ 4.5.2 La politica di coesione ed i fondi indiretti - I 5 obiettivi politici

La coesione economica e sociale, così com'è definita dall'Atto unico europeo del 1986, mira a «*ridurre il divario fra le diverse regioni e il ritardo delle regioni meno favorite*». Il più recente trattato dell'UE, il Trattato di Lisbona, aggiunge una terza dimensione e parla di «*coesione economica, sociale e territoriale*». In sostanza la politica di coesione rappresenta un quadro politico che ha quale obiettivo quello di promuovere uno sviluppo armonioso, equilibrato e sostenibile dell'Europa e la riduzione del divario tra i livelli di sviluppo delle diverse regioni; delinea, pertanto, il quadro politico alla base di centinaia di migliaia di progetti in tutta Europa che ricevono finanziamenti attraverso il Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR), il Fondo sociale europeo (FSE) e il Fondo di coesione (il Fondo di coesione è destinato agli Stati membri dell'UE con un PIL inferiore al 90% rispetto alla media UE a 27, senza considerare la Croazia).

A gennaio 2022 si è avviato il negoziato formale con la Commissione europea, a seguito dell'Intesa raggiunta in Conferenza Unificata il 16 dicembre 2021 e dell'approvazione del CIPRESS nella seduta del 22 dicembre 2021, in conformità agli articoli 10 e seguenti del Regolamento (UE) 2021/1060 approvato il 24 giugno 2021 recante le disposizioni comuni sui fondi. Entro i successivi 90 giorni, la Commissione può formulare osservazioni di cui lo Stato membro tiene conto nella revisione dell'Accordo che quindi la Commissione adotta con decisione di esecuzione entro 4 mesi dalla data della sua prima presentazione formale. Ai sensi dell'art. 21 del Regolamento (UE) 2021/1060 gli Stati membri presentano i Programmi (nazionali e regionali) alla Commissione non oltre 90 giorni dalla presentazione dell'Accordo che devono quindi essere approvati entro 5 mesi dalla data della sua prima presentazione.

Come accennato, il Regolamento UE 2021/1060 contiene le disposizioni comuni ai diversi Fondi, quali:

- Fondo europeo di sviluppo regionale - FESR - e Fondo di coesione (Regolamento UE 2021/1058),
- Fondo sociale europeo Plus - FSE Plus (Regolamento UE 2021/1057),
- obiettivo «Cooperazione territoriale europea» - Interreg (Regolamento (UE) 2021/1059),
- Fondo per una transizione giusta - Just Transition Fund - JTF (Regolamento UE 2021/1056).

I lavori per la programmazione della politica di coesione in Italia per il periodo 2021-2027 sono stati avviati a partire dal 2019, su indirizzo del Dipartimento per le politiche di coesione della Presidenza del Consiglio dei Ministri. Nel rispetto del Regolamento delegato (UE) n. 240/2014 sul Codice europeo di condotta sul partenariato, è stato attivato il percorso di confronto partenariale che coinvolge tutti i soggetti del partenariato istituzionale ed economico-sociale del Paese.

Le attività si sono inizialmente organizzate in cinque Tavoli tematici, uno per ciascuno degli Obiettivi strategici di policy (OP) oggetto del Regolamento (UE) 2021/1060:

- Tavolo 1: un'Europa più intelligente;
- Tavolo 2: un'Europa più verde;
- Tavolo 3: un'Europa più connessa;
- Tavolo 4: un'Europa più sociale e inclusiva;
- Tavolo 5: un'Europa più vicina ai cittadini.

Alla data di redazione del presente è stata diramata la prima bozza di accordo di partenariato del 17 gennaio 2022 nella quale si legge che *“La strategia sostenuta dall’Accordo di partenariato 2021-2027 indirizza i fondi disponibili affinché si realizzino interventi rivolti al conseguimento congiunto dei traguardi fissati in sede europea per un’economia climaticamente neutra (Green Deal europeo) e per una società giusta e inclusiva (Social Pillar europeo) nel più ampio contesto di adesione all’Agenda ONU 2030 per lo sviluppo sostenibile e in coerenza con le Strategie nazionali e regionali di Sviluppo sostenibile”* declinando gli impegni dell’Italia nel seguente modo *“si impegna ad utilizzare i Fondi massimizzandone l’impatto per: fornire energia pulita e sicura, a prezzi accessibili; accelerare il passaggio a una mobilità sostenibile e intelligente; mobilitare l’industria per un’economia pulita e circolare; realizzare ristrutturazioni efficienti sotto il profilo energetico; ambire ad azzerare l’inquinamento per un ambiente privo di sostanze tossiche; preservare e ripristinare gli ecosistemi e la biodiversità; rendere le regioni, le città e le infrastrutture nuove o esistenti resilienti agli impatti dei cambiamenti climatici; mobilitare la ricerca e promuovere l’innovazione e favorire l’accrescimento delle conoscenze e delle competenze per la sostenibilità.”*

Gli obiettivi prioritari del Piano, ai sensi del regolamento (UE) 2021/1060 sono, sostenuti da FESR, il FSE+, il Fondo di coesione e il FEAMPA e sono:

- UN’EUROPA PIU’ COMPETITIVA ED INTELLIGENTE: tramite il rafforzamento delle capacità di ricerca ed innovazione nonché della creazione di tecnologie avanzate. Un’Europa più intelligente mira a permettere, a tutti i cittadini, le imprese e le am-

ministrazioni di cogliere i vantaggi di una sempre più rapida digitalizzazione e ad incrementare la crescita e la competitività delle PMI;

- UN'EUROPA PIU' VERDE E ZERO EMISSIONI: tramite la promozione dell'efficienza energetica, utilizzo di energie rinnovabili, reti e impianti di stoccaggio energetici intelligenti. Inoltre, un'Europa più verde punta a combattere contro i cambiamenti climatici grazie ad una transizione verso l'economia circolare ed una riduzione significativa dell'inquinamento terrestre;
- UN'EUROPA PIU' CONNESSA: tramite il rafforzamento della connettività digitale, mobilità locali, regionali e nazionali e lo sviluppo di una rete TEN-T intermodale;
- UN'EUROPA PIU' SOCIALE E INCLUSIVA: tramite il rafforzamento dei mercati del lavoro e l'accesso ad un'occupazione di qualità e dell'accesso ad un sistema di istruzione efficiente. Un'Europa più sociale mira a promuovere le pari opportunità tramite il miglioramento dell'accesso paritario e tempestivo a servizi di qualità, sostenibili e a prezzi accessibili. Infine, obiettivo prioritario è la promozione dell'integrazione sociale delle persone a rischio povertà;
- UN'EUROPA PIU' VICINA AI CITTADINI: tramite lo sviluppo sociale, economico e ambientale integrato a livello locale, il patrimonio culturale, il turismo e la sicurezza tanto delle aree urbane che delle aree diverse da quelle urbane.

Il JTF sostiene, invece, lo specifico obiettivo di consentire alle regioni e alle persone di affrontare gli effetti sociali, occupazionali, economici e ambientali della transizione verso gli obiettivi 2030 dell'Unione per l'energia e il clima e un'economia dell'Unione climaticamente neutra entro il 2050, sulla base dell'accordo di Parigi.

### ■ 4.5.3 I fondi diretti

I fondi europei diretti sono centralizzati ossia emanati e gestiti dalla Commissione Europea o dalle Agenzie Nazionali, come l'ANPAL (Agenzia Nazionale Politiche Attive Lavoro) o ANG (Agenzia Nazionale dei Giovani). Questi vengono proposti in due modalità:

- **Grants:** sovvenzioni economiche che, solitamente, vengono assegnate alle imprese meritevoli che si sono messe in gioco rispondendo ad una cosiddetta *call for proposal*;
- **Appalti** attivati dalle istituzioni europee verso le imprese per l'acquisto di beni e servizi. In questo caso i pagamenti avvengono in seguito a bandi di gara chiamati "*call for tenders*".

Tali fondi, erogati direttamente dalla Commissione europea ai beneficiari finali, che possono essere sia Pubbliche amministrazioni che privati cittadini, sono tra i principali strumenti finanziari dell'Unione. Tra i principali programmi gestiti direttamente dalla Commissione per il settennato 2021-2027 troviamo:

- Investeu;
- Horizon Europe;
- Excellence science;
- Global challenge and european industrial competitiveness;

- Innovative Europe;
- Digital Europe;
- Life 21-27;
- Erasmus Plus;
- Europa Creativa;
- Cerv;
- Eu4health;
- Pac;
- Dogana 21-27;
- Resc-Eu;
- Just Transition Fund.

#### ■ 4.5.4 Sinergie tra programmi

La programmazione europea 2021-2027, caratterizzata da un forte collegamento tra Quadro Finanziario Pluriennale e il Next Generation EU, ha messo alla luce come sia necessaria una forte sinergia tra le diverse linee di finanziamento dell'Unione Europea in quanto, queste, permettono di incrementare significativamente gli investimenti. Le sinergie, in generale, esercitano un impatto positivo sulla competitività, l'occupazione e la crescita nell'Unione europea, associando in modo strategico i diversi strumenti di finanziamento dell'Unione europea.

Grazie alla programmazione 2014-2020 la Commissione europea ha evidenziato come le sinergie tra i programmi siano state in grado di aumentare gli investimenti in attività di R&S ed il loro impatto.

Nella programmazione 2021-2027, la Commissione europea intende favorire ulteriormente le sinergie tra i fondi strutturali e i programmi ordinari inclusi nel Quadro Finanziario Pluriennale (QFP) e i programmi afferenti al pacchetto Next Generation EU.



# ■ 5. Nuova linfa per capitale di rischio, aggregazioni e finanza “alternativa”. Strumenti a disposizione delle imprese e disintermediazione

A cura di Simone Trezzi<sup>1</sup>, Laura Clemente<sup>2</sup>, Pierluigi Chiarito<sup>3</sup>, Armando Guarini<sup>4</sup>  
e Sebastiano Zanette<sup>5</sup>

## ■ 5.1 La difficile scelta tra capitale di rischio e capitale di debito

Tra le questioni più dibattute nei corsi di finanza aziendale, la scelta tra capitale di rischio e capitale di debito è sicuramente uno dei dilemmi che maggiormente incuriosisce gli studiosi e i consulenti aziendali e finanziari.

Infatti, la valutazione della struttura finanziaria ottimale, intesa come l'insieme delle fonti di finanziamento utilizzate da un'impresa, è sempre stata un'importante sfida sia dal punto di vista del professionista, nell'intento di suggerire al proprio cliente il giusto apporto di capitale proprio rispetto all'ammontare del debito, sia dal punto di vista dell'imprenditore e del *management*, costantemente alla ricerca della minimizzazione del rischio e massimizzazione del valore aziendale.

In questo paragrafo, si cercherà di delineare quali sono i fondamentali aspetti da tenere in considerazione.

Nella scelta tra capitale di rischio, identificato contabilmente dagli apporti di capitale proprio o patrimonio netto (capitale sociale, da conferimenti effettuati dai soci diversi dal capitale sociale, riserve e utili generati dall'impresa e non distribuiti ai soci, al netto delle eventuali perdite), e capitale di debito, rappresentato in termini gestionali da tutti i debiti di natura finanziaria (sono pertanto esclusi i debiti legati alla gestione del circolante, quali, ad esempio, i debiti per dilazioni di pagamento, i debiti tributari, ecc.), uno dei principali elementi da considerare è la cosiddetta “leva finanziaria”, ottenuta dal rapporto tra debito e capitale proprio.

Con la leva finanziaria è possibile valutare l'effetto dell'indebitamento finanziario sulla redditività del capitale proprio, misurata dal ROE (*Return On Equity*). In particolare, è

<sup>1</sup> Presidente Commissione di Studio UNGDCEC “Finanza d'impresa”

<sup>2</sup> Segretario Commissione di Studio UNGDCEC “Finanza d'impresa”

<sup>3</sup> Componente Commissione di Studio UNGDCEC “Finanza d'impresa”

<sup>4</sup> Componente Commissione di Studio UNGDCEC “Finanza d'impresa”

<sup>5</sup> Consigliere d'Amministrazione Fondazione Centro Studi UNGDCEC

dimostrabile<sup>6</sup> che la redditività del capitale proprio è legata alla redditività del capitale investito, misurata dal ROI (*Return On Investment*), al costo del capitale di debito, *i*, e alla medesima leva finanziaria, mediante la seguente relazione matematica:

$$ROE = [ROI + (ROI - i) \cdot (D / E)] \cdot (1 - s) \cdot (1 - t)$$

dove:

ROE = *Return On Equity* = reddito netto / capitale proprio

ROI = *Return On Investment* = reddito operativo / capitale investito

*i* = costo del capitale di debito

D = debiti finanziari

E = capitale proprio

s = incidenza della gestione accessoria, finanziaria<sup>7</sup> e straordinaria sul reddito operativo

t = effetto fiscale delle imposte

Come si può immediatamente notare dalla formula sopra descritta, nel caso in cui la differenza tra ROI e costo del capitale di debito sia positiva, la redditività del capitale proprio cresce all'aumentare della leva finanziaria e, pertanto, all'aumentare del peso dell'indebitamento rispetto al peso del capitale proprio. In caso contrario, cioè la redditività dell'investimento è inferiore rispetto al costo del debito, conviene limitare il ricorso

<sup>6</sup> La dimostrazione dell'effetto leva, tralasciando gli aspetti legati all'incidenza della gestione accessoria e degli effetti fiscali, è legata alla seguente relazione:

$$\text{Reddito netto (RN)} = \text{Reddito operativo (RO)} - \text{Oneri finanziari (OF)} \quad (1)$$

Tenuto conto che:

$$ROE = RN / E \rightarrow RN = ROE \cdot E$$

$$ROI = RO / (E + D) \rightarrow RO = ROI \cdot (E + D)$$

$$i = OF / D \rightarrow OF = i \cdot D$$

la formula (1) può essere trascritta come segue:

$$ROE \cdot E = ROI \cdot (E + D) - i \cdot D$$

Dividendo entrambi i membri per E (con E ≠ 0), otteniamo:

$$ROE = ROI + ROI \cdot D/E - i \cdot D/E$$

Raccogliendo a fattor comune D/E, otteniamo il risultato riportato nella formula fondamentale:

$$ROE = ROI + (ROI - i) \cdot D/E$$

<sup>7</sup> Dalla gestione finanziaria sono esclusi gli oneri finanziari. La gestione finanziaria è da intendersi esclusivamente legata ai proventi di natura finanziaria non direttamente legati alla riduzione degli oneri finanziari.

al capitale di terzi in quanto un eventuale suo aumento causerebbe un effetto moltiplicatore negativo sul ROE.

Il risultato a cui si giunge dalle osservazioni sopra esposte non deve però trarre in inganno l'investitore. Infatti, un ricorso eccessivo all'indebitamento potrebbe causare degli effetti indesiderati di vario genere, tra cui:

- aumento del rischio dal punto di vista economico, a causa dell'aumento degli oneri finanziari che potrebbero portare ad avere un impatto negativo sul risultato netto dell'esercizio;
- un peggioramento del profilo di rischio dell'impresa.

In particolare, con riferimento a questo secondo punto, un elevato indebitamento potrebbe causare sia un peggioramento degli equilibri finanziari, soprattutto quelli legati alla correlazione temporale tra fonti e impieghi, e un peggioramento del rating, che potrebbe a sua volta generare un incremento del costo dell'indebitamento.

Ovviamente, una struttura finanziaria tendenzialmente ottimale (o, comunque, la “più adeguata”) deve essere valutata in funzione della situazione dell'impresa, del suo ambiente di riferimento e degli obiettivi e delle strategie che la stessa prevede di realizzare. Oltre al fattore legato alla massimizzazione della redditività per i possessori del capitale di rischio, mediante la misurazione dell'effetto leva sul ROE, esistono altri fattori che condizionano la scelta tra capitale proprio e indebitamento finanziario. Si tratta, in particolare, della massimizzazione del valore dell'azienda, la cui analisi non può che spostarsi sul medio e lungo periodo. Tale circostanza è strettamente legata alla minimizzazione del costo del capitale proprio, ponendo quindi i due elementi in una relazione esattamente opposta: se l'obiettivo è quello di massimizzare il valore dell'impresa, la struttura finanziaria ottimale (o quantomeno più adeguata) è quella che garantisca la minimizzazione del costo del capitale proprio.

Dal momento che:

$$V = R / r$$

dove:

V = valore dell'azienda

R = reddito netto dell'azienda (espressione della redditività)

r = tasso di capitalizzazione del reddito (espressione del rischio connesso all'attività)

è possibile immediatamente notare che, a parità di reddito  $R$ , il valore dell'azienda  $V$  cresce al diminuire del tasso di capitalizzazione del reddito  $r$ . Quindi, la struttura finanziaria dell'impresa per essere ottima (o tendente all'ottimo), ai fini della massimizzazione di  $V$ , deve essere tale da rendere minimo  $r$ .

Tra le teorie più conosciute in tema di struttura finanziaria e massimizzazione del valore troviamo quella di Modigliani e Miller. Assunto fondamentale della teoria originaria è la presenza di mercati perfettamente trasparenti e informazioni liberamente disponibili, oltre all'assenza di imposte sul reddito di imprese e di investitori. Secondo questi as-

sunti, il valore dell'impresa è indipendente dal suo livello di indebitamento e, di conseguenza, il costo del capitale dell'impresa non è influenzato dallo stesso.

Per alcuni, infatti, il valore creato da un'iniziativa dipende esclusivamente dalla sua validità industriale e non dalle modalità di finanziamento, intese come composizione tra capitale proprio e capitale di terzi. Ovviamente, oltre a quanto si dirà successivamente, questo potrebbe indurre a cercare presso terzi le fonti di finanziamento, causando quindi un rapporto di indebitamento particolarmente elevato, oltre a un indebolimento della posizione competitiva e, nei casi limite, all'insolvenza dell'impresa.

Inoltre, la summenzionata proposizione si scontra, evidentemente, con la realtà economica, specie italiana, in cui i benefici fiscali legati alla deducibilità degli interessi passivi, fa sì che il valore dell'impresa aumenti all'aumentare dell'indebitamento. In particolare:

$$V = V_{non\ indebitata} + VA_{benefici\ fiscali\ indebitamento}$$

Infine, non si può prescindere da alcuni contesti operativi in cui opera l'azienda, tra cui:

- il contesto macroeconomico di riferimento;
- il settore di riferimento;
- le caratteristiche specifiche dell'impresa;
- le caratteristiche del fabbisogno finanziario;
- le caratteristiche degli azionisti (famigliari, fondo investimento, ...);
- le condizioni di mercato e rapporto dell'azienda con il mercato finanziario.

## ■ 5.2 La crescita aziendale tramite le operazioni di M&A

Le fusioni rientrano nel più ampio fenomeno delle concentrazioni/integrazioni fra più imprese e rappresentano la forma di aggregazione aziendale più completa in quanto comportano l'unificazione sia giuridica sia economica dei soggetti che vi partecipano. A seconda della tipologia, il risultato della fusione potrà essere il complesso aziendale dell'incorporante (ristrutturato a seguito dell'unificazione del proprio patrimonio con quello dell'entità incorporata) oppure un nuovo complesso aziendale creato dalla combinazione dei patrimoni delle imprese coinvolte tramite la nascita di una nuova entità.

In base alla sua natura economica la fusione può essere considerata:

1. un'acquisizione di un'attività aziendale (“business”) assimilabile a un'operazione di compravendita. In tal caso emerge una parte dominante (ovvero l'acquirente) che consegue il controllo sull'entità unificata. In tal caso la fusione comporta il trasferimento del controllo delle società fuse portatrici di interessi tra loro autonomi. Avviene inoltre una negoziazione dei termini dell'operazione tra parte indipendenti appartenenti a gruppi diversi;
2. un'operazione di ristrutturazione o riorganizzazione di imprese esistenti, senza che si abbia il trasferimento del controllo delle imprese incorporate e senza che si possa identificare un'operazione economica di scambio. Tali operazioni sono compiute

te all'interno del medesimo gruppo di imprese, programmate ed eseguite in base ad un disegno organizzativo concepito dalla capogruppo. non ci sono quindi scambi con economie terze che riferimento alle attività che si aggregano, né un'acquisizione in senso economico. Un tipico esempio ne sono le fusioni per incorporazione madre-figlia.

Di seguito si riportano le principali motivazioni a supporto dei processi aggregativi.

### *Motivi economici*

- Aumento della dimensione ottimale al fine di ottenere una riduzione delle ridondanze e lo sfruttamento dei vantaggi derivanti dall'aumento delle dimensioni come il taglio dei costi di gestione e amministrativi;
- specifiche dinamiche di mercato che determinano un contesto nel quale le aziende sentono la necessità di integrarsi e di avere maggiore potere;
- penetrazione nei mercati stranieri;
- effetti sinergici associabili al trasferimento di tecnologie e strutture manageriali, ovvero il c.d. effetto “2+2=5” tramite l'eliminazione delle funzioni sovrapposte nelle aree di produzione e commerciali o il rafforzamento e razionalizzazione delle capacità organizzative;
- diminuzione dei costi di produzione grazie alle economie di scopo che si generano;
- presenza di settori particolarmente dinamici (es. consumer goods) in cui peculiari fattori spingono le aziende ad aggregarsi al fine di unire le proprie risorse ed accrescere il proprio potere di mercato;
- presenza di settori con elevato rischio di trovare nuove fonti energetiche e l'alta volatilità dei prezzi del petrolio (si pensi, ad esempio, al comparto energetico);
- ricerca di opportunità per valorizzare il proprio portafoglio clienti e i dati sottostanti con servizi integrati e puntando a partnership con i content providers (es. telecomunicazioni). La grande richiesta di banda e il boom di traffico sulle reti non sono stati completamente monetizzati a causa dei contratti "bundle" (o "all inclusive") che ormai dominano il mercato, con impatti sulla marginalità del settore;
- attenzione crescente ai temi di sostenibilità, che spinge gli operatori del settore Oil & Gas a diversificare il proprio modello di business. Continua, dunque, la rilevante rivoluzione portata dall'energy transition e continua a crescere l'interesse per nuovi vettori energetici e nuove tecnologie;
- integrazione nel proprio portafoglio di brand e prodotti posizionati sui temi della sostenibilità e del benessere;
- espansione geografica e accesso a nuovi mercati; consolidamento delle filiere produttive (es. retail).

### *Motivi finanziari*

Una fusione consente all'azienda acquirente di beneficiare di un auspicabile effetto di portafoglio attraverso una riduzione del rischio, pur rimanendo il tasso di rendimento dell'azienda tendenzialmente invariato. È il caso di due aziende che operano in fasi opposte del ciclo economico: attraverso l'incorporazione la variabilità dei risultati raggiunti può essere attenuata. Gli investitori avversi al rischio possono quindi scontare i futuri risultati della nuova azienda creata a un tasso di interesse inferiore e attribuire a tale entità un maggior valore rispetto a quello attribuibile alle due aziende separatamente. Tale effetto può essere particolarmente evidente nelle fusioni internazionali: grazie alla fusione, un'azienda che ha partecipazioni in diversi contesti economici e politici può beneficiare di una riduzione del rischio derivante dalle transazioni in valuta estera, da politiche governative, da insurrezioni militari e da recessioni a livello locale – c.d. effetto di diversificazione del portafoglio. La maggiore capacità finanziaria è indubbiamente tra uno dei vantaggi associabili ad una fusione in quanto le aziende di maggiori dimensioni possono beneficiare di accesso più agevolato al mercato dei capitali ed essere quindi in una situazione migliore per ottenere capitali da titolo di debito e rischio per gestire i futuri fabbisogni finanziari

### *Motivi fiscali*

La deduzione fiscale di perdite riportabili a futuri esercizi se una delle aziende partecipanti all'aggregazione ha precedentemente sostenuto una perdita fiscale, seppur nei limiti e secondo le regole sancite dall'attuale normativa fiscale (si veda l'art. 172 del D.P.R. n. 917/1986 – Testo unico delle imposte sul reddito) che hanno come *ratio* quella di evitare operazioni prive di ragione economica e imprenditoriale (c.d. “bare fiscali”).

Le operazioni di M&A sono normalmente operazioni fiscalmente neutrali, ossia non suscettibili di far emergere componenti reddituali: non comportano cioè il realizzo delle eventuali plusvalenze e minusvalenze latenti sui beni facenti capo alle società coinvolte, comprese quelle relative alle rimanenze ed al valore dell'avviamento. Anche i beni ricevuti mantengono in capo alla società incorporante il precedente valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi in capo alla società incorporata.

### *Liquidazione dell'investimento*

Nel momento in cui si decida di smobilizzare l'investimento e sul mercato ci sono soggetti potenzialmente interessati a rilevarlo ma privi dei necessari mezzi finanziari, attraverso la fusione con società quotate si potrebbero tramutare i titoli precedentemente detenuti e difficilmente negoziabili con azioni di facile e pronto smobilizzo.

### *Strumento di riorganizzazione del gruppo*

Nel caso di gruppi aziendali che si sviluppano senza una precisa strategia organizzativa sulla spinta di fattori congiunturali ed attraverso una serie di acquisizioni anche in settori diversi o a seguito di processi di scorporo volti ad attribuire autonomia giuridica ad entità che invece avrebbero bisogno di una semplice autonomia funzionale, potrebbe

essere necessaria una ridefinizione della strategia. In tali casi la fusione permette di eliminare la pluralità dei soggetti giuridici che vi prendono parte comportando: riduzione o eliminazione dei costi fissi, maggiore elasticità dell'utilizzo dei fattori produttivi, flusso informativo più veloce ed efficace, ecc. Bisogna inoltre ricordare che la complessità di alcuni gruppi li rende poco trasparenti e difficilmente “leggibili” da parte del mercato finanziario

Ovviamente le acquisizioni di fusioni che promuovono l'efficienza produttiva sono desiderabili, ma non tutte le operazioni di fusione e acquisizione portano necessariamente a tale risultato. Alcune di queste operazioni possono avere il solo scopo di comportare un cambiamento di proprietà atto a produrre utili nel breve termine per un piccolo gruppo di speculatori, senza interessarsi del buon andamento dell'impresa nel lungo periodo. In questi casi, le operazioni possono addirittura portare a una riduzione sia dei livelli di efficienza sia di profittabilità.

La mancanza di successo di alcune di queste operazioni di concentrazione può derivare dal tasso di disinvestimento come nel caso degli *spin-off* (trasferimento delle attività di una società a un'altra società di nuova costituzione) o di *sell-off* (cessione di un'impresa consociata, sussidiaria o divisione da parte di una *holding*). Il mercato azionario, infatti, può reagire positivamente ai disinvestimenti quando può essere comprovato che la direzione aziendale si sta liberando di una partecipazione strategica o non redditizia.

Sebbene le operazioni di fusione possano essere realizzate sia secondo la logica dell'integrazione orizzontale (es. acquisizione di aziende concorrenti) sia tramite l'integrazione verticale (es. acquisizione di fornitori ovvero clienti di beni e servizi all'azienda), le politiche antitrust generalmente precludono lo stravolgimento dello scenario competitivo.

Relativamente all'effetto sinergia, la pianificazione del processo di acquisizione è considerata una delle parti più complesse in quanto spesso vi è la tendenza a sovrastimare i possibili vantaggi sinergici che potrebbero realizzarsi con la conseguenza di avere invece una distruzione di valore per le imprese coinvolte nell'operazione.

Da un punto di vista finanziario, la ristrutturazione della programmazione dei finanziamenti dopo l'operazione di fusione non è un'attività da dimenticare né tantomeno da sottovalutare.

Con la fusione si assiste ad una crescita dimensionale mediante acquisizione di capacità produttiva o commerciale già esistente sul mercato similmente a quanto avviene con altri istituti di concentrazione aziendale. La crescita per acquisizione esterna mediante fusione si differenzia tuttavia con l'acquisto di azienda per le seguenti caratteristiche:

- mentre con l'acquisto di azienda il cedente esce dall'investimento convertendolo in mezzi liquidi e l'acquirente impiega mezzi finanziari, con la fusione le parti proseguono in comune, in una diversa forma e dimensione, gli investimenti già avviati;
- rispetto al conferimento d'azienda gli effetti sostanziali dell'operazione sono invariati essendoci un incremento patrimoniale “pagato” con un aumento di capitale sociale. La differenza sostanziale tra le due operazioni è invece evidente in capo alla

società che effettua l’apporto: mentre nella fusione le azioni o quote ricevute sono attribuite direttamente ai soci della società fusa o incorporata (la quale perde quindi la propria individualità in seguito alla fusione) nel conferimento le azioni emesse dalla società concentrataria sono di pertinenza della società conferente che resta in vita.

Il processo di concentrazione aziendale tramite fusione ha anche l’effetto di non obbligare nessuno dei soggetti partecipanti ad un disinvestimento.

Il fatto di non richiedere l’esborso di mezzi finanziari rende la fusione un utile strumento per effettuare operazioni di aggregazione aziendale anche in caso di illiquidità o di crisi aziendale in cui i mezzi finanziari disponibili necessitano di essere allocati in altri investimenti al fine della sopravvivenza dell’organismo economico.

Le crisi d’impresa possono avere diverse cause appartenenti a due grossi categorie:

- squilibri di tipo economico: derivano dalla mancata copertura dei costi di gestione caratteristica, attraverso i ricavi che l’azienda genera. Tra i fattori determinati si trovano una sovracapacità produttiva installata o una rigidità della struttura dei costi con un’alta incidenza dei costi fissi;
- squilibri di tipo finanziario: derivano da una sproporzione tra mezzi propri e mezzi di terzi o da una non adeguata correlazione temporale fra investimenti con tempi di realizzo medio-lunghi e relative fonti di finanziamento, risultando in una eccessiva esposizione a breve termine.

Come noto, i due aspetti sono strettamente legati nella gestione dell’azienda. Le conseguenze degli squilibri finanziari sono forti tensioni di liquidità e difficoltà a far fronte agli impieghi a breve termine e a seguire la difficoltà di reperire credito e la rapida crescita degli oneri finanziari. Una volta innescato questo circuito perverso, anche le aziende con buona redditività possono trovare difficoltà a impiegare l’autofinanziamento generato dalla gestione corrente per la copertura degli oneri finanziari.

La fusione può aiutare a superare entrambe le crisi:

- nei casi di crisi economica, può permettere una migliore ripartizione dei costi fissi tramite un più razionale sfruttamento degli impianti nonché ricercare dimensioni, forme organizzative e canali commerciali più adeguati all’investimento in essere ed al settore di appartenenza;
- nei casi di crisi finanziaria, può supportare tramite una compensazione tra il complesso aziendale in crisi finanziaria e quello con una struttura finanziaria in grado di compensare quello in difficoltà.

### ■ 5.3 Gli aspetti valutativi legati a fusioni e acquisizioni

Le operazioni di M&A, in generale, richiedono l’esame della corretta quantificazione del valore delle aziende coinvolte al fine di garantire a tutti i soggetti coinvolti una equa e corretta partecipazione al capitale delle società oggetto delle stesse operazioni straordinarie. Non è infrequente che, in fase di trattativa per l’acquisto (o per la vendita), ven-

gano nominati uno o più esperti che procedano con le valutazioni del compendio aziendale o della partecipazione oggetto di investimento. Inoltre, lo stesso Codice civile richiede obbligatoriamente, con riferimento a talune operazioni di aggregazione, delle apposite relazioni redatte da un professionista, in possesso di specifici requisiti di indipendenza, volte a garantire l’effettività dei valori aziendali. Si ricordano, tra gli altri:

- relazione di stima di beni, partecipazioni e aziende in sede di conferimento (artt. 2343 e 2465 c.c.)<sup>8</sup>;
- determinazione del rapporto di concambio in caso di fusione<sup>9</sup>.

La valutazione e la conseguente redazione della relazione di stima nelle operazioni di conferimento, come noto, hanno una funzione di tutela e di garanzia nei confronti dei terzi dell’esistenza del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo che si viene a creare contestualmente al conferimento. Il perito ha, pertanto, il compito di far emergere solo i valori reali dei beni oggetto di conferimento e non anche quelli potenziali, il tutto a garanzia della sussistenza di un valore che non sia superiore rispetto al presumibile valore di realizzo derivante da una potenziale cessione. Come richiamato dal paragrafo IV.5.2 dei PIV, “*la configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini del conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni*, identificando quindi nel loro *fair value* un valore stabile e che possa essere riconosciuto, in condizioni normali, dal mercato stesso e che sia a tutela dei creditori. Viene inoltre precisato che *il valore ai fini di conferimento deve esprimere il valore dei beni conferiti nelle loro condizioni correnti [...] e normalmente non riflette i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento*<sup>2</sup>, essendo tali benefici attesi non dei valori in atto bensì solo potenziali.

Con l’operazione di fusione, invece, la negoziazione dei capitali trasferiti è legata al solo rapporto di concambio, non essendoci, di fatto, un vero scambio tra gli investitori. Tuttavia, anche in questa sede si rende necessario la valutazione delle varie aziende coinvolte, in modo di garantire una equa partecipazione al capitale del soggetto nascente dall’aggregazione. Tale ripartizione è, appunto, evidenziata dal rapporto di concambio che misura le quote di capitale sociale da assegnare ai soci del soggetto fuso o incor-

<sup>8</sup> Nelle disposizioni per le società per azioni, l’art. 2343 c.c. prevede che chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l’attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all’atto costitutivo. L’esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell’articolo 64 del codice di procedura civile. Un riferimento pressoché simile è previsto dall’art. 2465 c.c. per le società a responsabilità limitata.

<sup>9</sup> L’art. 2501-quinquies c.c. prevede che l’organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote. La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione.

porato in funzione del peso assegnato al valore dell’azienda trasferita rispetto al totale del valore successivo all’operazione<sup>10</sup>.

I Principi Italiani di Valutazione (c.d. PIV) analizzano gli aspetti valutativi legati alle operazioni di acquisizione, di cessione e di fusione nella Parte quarta, dai paragrafi da IV.1 a IV.5. Da un punto di vista logico, gli stessi PIV assimilano, le operazioni di fusione e di acquisizione.

In entrambe le situazioni, il valore di acquisizione è formato da:

1. il valore as is della target-company;
2. il valore degli eventuali efficientamenti gestionali;
3. il valore delle sinergie divisibili attese in seguito all’operazione;
4. il valore dei “beni privati” (sinergie indivisibili) attesi in seguito all’operazione.

Tuttavia, un aspetto sicuramente da dover considerare nelle valutazioni del capitale economico in caso di cessione d’azienda piuttosto che di fusione è continuazione dei contesti economici e imprenditoriali. Infatti, in caso di cessione (e di acquisizione), per effetto del trasferimento, l’azienda potrà essere soggetta a influenze e, pertanto, la variazione del reddito e, quindi, del valore, non potranno che essere a carico o a beneficio dell’acquirente.

Al contrario, nelle operazioni di fusione i soggetti e il contesto economico non cambiano. Pertanto, il valore non può essere più considerato “autonomo” ma deve tenere conto delle forze e delle altre condizioni potenziali inespresse che potranno trovare la propria manifestazione proprio in conseguenza dell’operazione.

<sup>10</sup> Il rapporto di concambio consiste nella quantità e configurabilità delle azioni (della società incorporante o risultante dalla fusione) che verranno cedute in cambio di quelle delle società incorporate o fuse che dovranno essere ritirate e annullate (Onida). Si ricorda che il rapporto di concambio è determinato in modo differente a seconda della modalità con cui avviene la fusione.

Nel caso di fusioni per incorporazione (un soggetto “assorbe” un altro soggetto, dai i seguenti elementi:

WA = valore economico della società A

WB = valore economico della società B

NA = numero azioni componenti il capitale sociale di A

NB = numero azioni componenti il capitale sociale di B

WA / NA = UA = valore unitario delle azioni di A

WB / NB = UB = valore unitario delle azioni di B

il rapporto di concambio sarà ottenuto come:

$$R = UA / UB$$

Nel caso di fusioni proprie (due o più soggetti si uniscono creando un nuovo e unico soggetto) si avrà che:

$$R_{CA} = N_{CA} / N_A$$

$$R_{CB} = N_{CB} / N_B$$

dove:

$$N_{CA} = W_A / (W_A + W_B)$$

$$N_{CB} = W_B / (W_A + W_B)$$

## ■ 5.4 I fondi di investimento

I fondi d'investimento, intesi come prodotti finanziari tendenti al risparmio, nel corso degli anni hanno sempre raccolto consensi favorevoli, soprattutto da parte dei piccoli investitori, quali famiglie e consumatori comuni. Sono prodotti finanziari rivolti al risparmio e consentono quindi una raccolta di capitali con lo scopo di essere investiti per creare valore attraverso la loro gestione collettiva.

Oggi sono di rilevante interesse nelle aziende, perché il loro fine è quello di creare valore, attraverso la gestione di una serie di *asset*, sia per i gestori del fondo che per i risparmiatori che vi hanno investito.

Dal punto di vista del risparmiatore, aderire a un fondo permette di diversificare i propri investimenti, pur non disponendo di ingenti capitali, tant'è vero che questo tipo di investimento permette al risparmiatore di contenere i rischi rispetto a un investimento sul mercato finanziario in un singolo titolo. Diversificare il proprio portafoglio però non garantisce sempre un rendimento certo; infatti, la redditività dipende dall'andamento dei mercati finanziari e dei titoli che ne compongono il portafoglio. L'investimento inoltre non dipende esclusivamente dalle sorti di una singola azienda poiché i fondi investiti saranno distribuiti in attività differenti tra loro, ripartendo così il rischio d'investimento stesso.

All'interno dei contesti competitivi in cui le aziende, oggi, si trovano ad operare, invece, tale tematica ricopre un ruolo fondamentale, a volte ai fini della loro sopravvivenza.

Per affrontare, dunque, la sfida della crescita, un'azienda o fa ricorso alle sue uniche forze, ammesso che si tratti di un'azienda “forte” ed in salute, sia economicamente che patrimonialmente, ma soprattutto sostenuta da un'adeguata fornitura di capitali, oppure bisogna cercare questi capitali altrove, presso finanziatori terzi che siano disposti ad investire. Affinché questo avvenga, c'è bisogno che l'azienda in questione, nonché il business/settore di riferimento, il modo e le idee attraverso le quali l'azienda opera, siano di interesse ed attraggano i suddetti detentori di capitale, solo con questo mix di elementi si può riuscire nell'intento. Proprio quando ci si trova in quest'ultimo caso, e ci sono i presupposti per avviare questo processo di reperimento di capitali, la strada da percorrere non risulta semplice e niente affatto breve.

La capacità delle imprese di generare una crescita sia in termini di risultati economici che di possibile sana competizione con una concorrenza sempre più all'avanguardia è quella di puntare alla massimizzazione dei risultati con una forte propensione al progresso. Si può affermare che i fondi di investimento hanno conquistato un ruolo importante nella struttura organizzativa delle aziende, questo perché quando i titoli di Stato non riuscivano più a garantire rendimenti elevati, i risparmiatori hanno iniziato a guardare con interesse i fondi comuni che rappresentavano una forma di investimento alternativa senza effettuare investimenti elevati. Al tempo stesso, investire in un fondo comune o alternativo ha consentito di diversificare le posizioni in base al proprio profilo rischio/rendimento.

Nella sostanza si affida il proprio risparmio ad operatori specializzati (SGR, Sicav o Sicaf) che operano attraverso istituti di credito o istituti bancari.

Lo scopo principale è quello di ottenere vantaggi in termini di rendimento, minori costi, maggiore potere contrattuale nell'investimento e diversificazione del portafoglio. Il ritorno per il sottoscrittore dipende soprattutto dall'andamento delle attività in cui ha investito. Il portafoglio di un fondo comune è unico per tutti i sottoscrittori che vi partecipano ed è diviso in quote. I fondi comuni investono su decine o, addirittura, centinaia di titoli, pertanto, anche se una delle società scelte dovesse crollare in Borsa o persino fallire, il risparmiatore ne risentirebbe in modo limitato. Per questo motivo investire in fondi comuni può essere definito un “investimento sicuro”.

Il sottoscrittore che acquista quote di un fondo è proprietario di una fetta di patrimonio, pari al versamento effettuato più o meno la plus/minusvalenza realizzata dal gestore. Il valore delle quote relative al fondo appare quotidianamente sulla stampa nel caso dei fondi comuni aperti mentre nel caso di quelli chiusi viene calcolato periodicamente, in genere con cadenza mensile.

Il valore delle quote viene calcolato con il NAV (*Net Asset Value*) che è una valutazione del rendimento del portafoglio di asset detenuto dal portafoglio e viene calcolato nel seguente modo:

$$\text{NAV} = \text{attività degli asset} - \text{passività} / \text{quote in circolazione}$$

I fondi più comuni si caratterizzano in base alla loro denominazione ed hanno delle diverse caratteristiche, che permettono allo stesso di operare in modo differente, ovvero:

- fondi aperti, caratterizzati da un capitale variabile. Ciò significa che ogni risparmiatore può stabilire quale ritiene essere il momento migliore per investire o per vendere;
- fondi chiusi, che si caratterizzano per avere un capitale fisso. I partecipanti ad un fondo comune chiuso possono sottoscrivere la propria quota al momento di istituzione del fondo e riscattarla solo alla sua data di scadenza.

Il fondo inoltre può investire in altri fondi se la politica di gestione del sottostante è compatibile con quella del fondo a monte. La percentuale di quote di altri fondi può raggiungere anche il 100% del valore del patrimonio, a condizione che si tratti di fondi armonizzati o di fondi aperti e che il patrimonio di questi non sia a sua volta investito in altri fondi in misura superiore al 10%.

Il patrimonio raccolto può essere investito anche in quote di fondi aperti non armonizzati entro un limite massimo del 30%. Tale limite è stato imposto a tutela degli investitori, che in caso contrario si troverebbero a sopportare un rischio più elevato, derivante dall'investimento in organismi non soggetti a controlli da parte dell'autorità di vigilanza.

Un'importante distinzione da fare invece per capire come funzionano i fondi d'investimento alternativi è tra le varie tipologie presenti sul mercato: *hedge fund*, *private equity fund* e *venture capital fund*. I fondi di investimento alternativi sono una classe di veicoli raggruppati per investire in immobili, *private equity* e *hedge fund*. Questo tipo di inve-

stimenti sono più complessi e sono associati a commissioni più elevate rispetto a quelli tradizionali. Inoltre, la maggior parte è investita in investimenti non liquidi, rendendoli difficili da uscire e quotare su base regolare. E come con qualsiasi investimento, il potenziale per un rendimento più elevato significa anche un rischio più elevato. Come vedremo in seguito, sempre più spesso i gestori dei Fondi si avvicinano a realtà imprenditoriali, anche di dimensioni minori rispetto a quelli cui un tempo si rivolgevano, la fine di investire nel medio termine in tali soggetti. Ecco che grazie alle ingenti risorse messe a disposizione da questi soggetti, può diminuire in maniera significativa la dipendenza dalle risorse finanziarie messe a disposizione, a debito, dagli intermediari finanziari tradizionali, spostando la leva verso il capitale di rischio.

## ■ 5.5 Private equity e Venture Capital a supporto dell'imprenditore

In ogni fase della sua vita l'azienda ha bisogno di capitali, siano essi presi a debito o conferiti a capitale dalla proprietà, la ragione di ciò sono dovute alle diverse esigenze dell'attività imprenditoriale nei vari stadi della sua vita.

Tra gli strumenti in nostro possesso vi sono i private equity ed i venture capital che possono supportare l'imprenditore con l'ingresso di liquidità nel sistema aziendale.

L'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, meglio nota come *venture capital* e *private equity*, deve essere distinta in due diverse accezioni, infatti, anche se i termini sono utilizzati quotidianamente come sinonimi, il *venture capital* si riferisce al finanziamento dell'avvio di nuove imprese, mentre il *private equity* comprende le operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale.

Generalmente, la politica di investimento dei fondi di *private equity* è rivolta verso l'acquisizione di partecipazioni nel capitale di rischio di imprese non quotate con investimenti di medio termine la cui durata è compresa tra i 3 ed i 5 anni, effettuati in aziende dotate di progetti e di un potenziale di sviluppo, con lo scopo di fornire capitali finanziari e, al tempo stesso, esperienze professionali e *know how* utili alla crescita dell'azienda stessa.

Sul fronte prettamente terminologico, secondo l'accezione internazionalmente riconosciuta, l'investimento istituzionale nel capitale di rischio, definito nella sua globalità "attività di *private equity*", si distingue genericamente tra attività di *venture capital* (investimenti in aziende nelle fasi iniziali della loro vita o durante periodi di sviluppo) e attività di *buy out* (acquisizioni di aziende mature o comunque consolidate).

Le principali operazioni di *private equity* vengono classificate come:

- *start-up*, cioè un investimento in tutte le prime fasi di vita dell'impresa, finalizzato all'avvio dell'attività;
- *expansion*, si tratta di investimenti nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzati ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) l'attività, nella quale il fondo di *private equity* acquisisce di norma una quota di minoranza;

- *replacement*, investimenti finalizzati alla ristrutturazione della base azionaria, in cui l'investitore istituzionale si sostituisce a uno o più soci di minoranza non più interessati a proseguire l'attività;
- *buy out*, ovvero investimenti finalizzati alla sostituzione o comunque alla modifica sostanziale della proprietà e degli assetti dell'impresa. Frequentemente per questo tipo di intervento si ricorre all'uso della leva finanziaria come strumento di acquisizione (*leveraged buy out*). Il fondo di *private equity* acquisisce di norma una quota di maggioranza o totalitaria.

I fondi di *private equity* e i *venture capital* strutturano le ricerche di aziende queste fasi:

1. *origination*: ricerca dei potenziali target attraverso la rete di contatti e le adesioni spontanee da parte degli imprenditori;
2. *screening*: selezione delle opportunità di investimento in base alle caratteristiche del management, alla qualità dell'idea di business, alla prospettiva di una modalità di disinvestimento, che consenta di facilitare il realizzo del capital gain ecc.;
3. *due diligence* dei *deal* potenziali: processo investigativo che viene messo in atto per analizzare valore e condizioni di un'azienda che consiste nella valutazione di tutte le informazioni relative all'impresa oggetto dell'acquisizione, con particolare riferimento alla struttura societaria e organizzativa, al business e al mercato, ai fattori critici di successo, alle strategie commerciali, alle procedure gestionali e amministrative, ai dati economico-finanziari, agli aspetti fiscali e legali, ai rischi potenziali e le prospettive di crescita;
4. formalizzazione dei risultati della *due diligence* e valutazione dei *business plan*, ossia analisi dettagliata del progetto che prende in esame tutte le aree di attività dell'impresa *target* e descrive tutte le componenti del piano imprenditoriale: dall'analisi del mercato al progetto finanziario, dal marketing alla gestione delle risorse umane;
5. negoziazione e *closing*: definizione dei termini contrattuali dell'accordo e immissione del capitale.

Dopo aver raggiunto l'accordo sul prezzo e sull'entità della partecipazione da assumere e sugli altri aspetti regolati dal contratto finale, l'operazione si concretizza con il trasferimento delle azioni, il pagamento del prezzo, il rilascio delle garanzie, l'eventuale sostituzione degli amministratori e la firma di eventuali contratti accessori. Da questo momento in poi investitore e imprenditore sono a tutti gli effetti soci della stessa iniziativa e devono cominciare a lavorare insieme per massimizzare la creazione di valore.

L'investitore fornisce capitale sulla base di un “pacchetto” finanziario, composto in funzione delle varie esigenze di controllo e redditività che si vogliono soddisfare. L'acquisizione di quote azionarie di nuova emissione o vendute da soci preesistenti rappresenta la modalità tecnica di investimento più frequente oppure si possono utilizzare forme di finanziamento “intermedie” tra il debito e *equity* con un mix tra le varie forme.

In particolare, le modalità di finanziamento più comunemente utilizzate sono:

- equity: definito anche “capitale di rischio”, rappresenta il capitale proprio dell’azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di titoli azionari. La sua remunerazione dipende, pertanto, dalla redditività e dal successo dell’iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito agli azionisti tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni;
- preferred stock: questa tipologia di azioni è comune in mercati evoluti come quello americano perché possiede alcune caratteristiche che permettono di tutelarsi da comportamenti opportunistici. Tali strumenti permettono, infatti, di salvaguardare gli investitori da comportamenti devianti del fondatore poiché hanno una liquidation preference rispetto alle azioni ordinarie, ossia assicurano all’azionista la precedenza nel rimborso del capitale.

In questo modo l’investitore può liquidare la sua quota in ogni momento. il valore nominale solitamente coincide con il prezzo pagato e di conseguenza quest’ultimo può liquidare la sua quota ricevendo indietro almeno la somma versata per l’acquisto. Esistono diversi tipi di azioni *preferred*, nello specifico quelle che tipicamente il *venture capital* utilizza per concludere l’investimento sono tre:

1. *straight preferred*: titoli non convertibili in equity, il cui valore intrinseco è dato dal valore nominale più eventuali dividendi, sono spesso utilizzate in combinazione con azioni ordinarie;
2. *convertible preferred*: titoli il cui valore intrinseco è dato dal valore nominale, che però possono essere convertiti in azioni ordinarie su opzione dell’azionista. Se il valore della compagnia è superiore al valore implicito iniziale, l’investitore ha convenienza a convertire;
3. *participating convertible preferred*: strumento finanziario che contiene caratteristiche sia delle *straight preferred* (quando l’impresa non è quotata) sia delle *convertible* (quando l’impresa si quota).

Generalmente i fondi di *private equity* hanno dimensioni diverse a seconda dell’ambito geografico degli investimenti, in particolare si distinguono:

- fondi locali (“*country funds*”), la cui attività d’investimento è dedicata ad imprese localizzate all’interno dei confini nazionali. Tipicamente tali fondi hanno dimensioni comprese fra i 50 milioni e i 500 milioni di euro;
- fondi paneuropei, la cui attività d’investimento è dedicata ad imprese localizzate anche oltre i confini nazionali, ma entro i confini europei. Tipicamente tali fondi hanno dimensioni comprese fra i 500 milioni e i 5 miliardi di euro;
- fondi globali, la cui attività d’investimento è dedicata ad imprese localizzate in qualsiasi mercato geografico. Tipicamente tali fondi hanno dimensioni comprese fra i 2 miliardi e 10 miliardi di euro. Tenuto conto delle dimensioni del singolo investimento, i fondi che effettuano operazioni di *buy out* sono di norma più grandi dei fondi che effettuano operazioni di *venture capital*.

L’attività di un fondo chiuso di *private equity* ha inizio dopo che:

- è stata costituita ed autorizzata dalla Banca d’Italia la società di gestione necessaria per poter svolgere l’attività di investimento;

- è stato definito il team di gestione;
- è stato approntato ed autorizzato il regolamento del fondo;
- è stata completata la raccolta dei capitali (*fund raising*).

Successivamente il fondo potrà intraprendere il processo di investimento, individuando le imprese *target*, valutandole attentamente, con particolare attenzione alle loro prospettive economico-finanziarie e, quindi, acquisendone quota del loro capitale di maggioranza o di minoranza, a seconda dei casi. Esaurita la fase di investimento vera e propria, il fondo segue costantemente l'andamento delle società partecipate, attraverso un accurato monitoraggio ed una gestione attiva delle stesse. Infine, una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno delle aziende partecipate, il fondo procederà al disinvestimento delle partecipazioni, cercando di massimizzare la propria plusvalenza (*capital gain*).

L'obiettivo di qualunque fondo di *private equity* è quello di realizzare nel medio termine un guadagno di capitale attraverso la valorizzazione e la successiva cessione della partecipazione acquisita. Per raggiungere tale obiettivo, il fondo di *private equity* deve necessariamente operare per sostenere la creazione di valore nell'impresa partecipata.

In particolare, la presenza di un investitore professionale nel capitale di rischio di un'impresa può favorire l'accelerazione dei programmi di crescita dell'impresa stessa, elevare l'affidabilità finanziaria e può fornire una rete di contatti utili, finanziari e non, in ambito nazionale e internazionale apportando, oltre alle risorse finanziarie, anche competenze manageriali ed organizzative. Il fondo, infatti, esercita un'azione tendente ad incrementare la trasparenza e la qualità nella comunicazione dell'impresa partecipata, anche, se necessario, richiedendo l'introduzione di sistemi di pianificazione, controllo e monitoraggio dei risultati aziendali.

La fase di disinvestimento costituisce la parte finale della sequenza del processo di investimento. Le principali modalità di cessione della partecipazione a disposizione dell'investitore sono:

- la vendita delle azioni sul mercato borsistico, nella fase di prima quotazione (IPO) o successivamente;
- il *trade sale*, ossia la cessione della partecipazione a un soggetto di natura industriale;
- il *secondary buy out*, ossia la cessione a un altro operatore di *private equity* o *venture capital*;
- il *buy back*, ossia il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario.

La fuoriuscita della partecipazione dal bilancio del fondo può avvenire anche nel caso di una sua svalutazione totale, definita *write off*.

I fondi hanno solitamente durata compresa tra gli 8 e i 10 anni. Questo periodo può però essere scomposto in due momenti differenti: il periodo durante il quale è possibile effettuare investimenti, che va da un minimo di 3 anni ad un massimo di 7 (in genere 5 anni - *investment period*) e il periodo, fino alla scadenza del fondo, dedicato all'attività di disinvestimento, durante il quale il fondo procede al rimborso progressivo delle quote versate dai sottoscrittori man mano che le partecipate vengono cedute. Va ricorda-

to, infine, che la durata del fondo può essere prorogata di due o tre anni (*grace period*) se il processo di disinvestimento non è stato concluso e se la maggioranza degli investitori è d'accordo.

## ■ 5.6 La dimensione aziendale quale strumento per competere sul mercato

Le variabili che influenzano il posizionamento sul mercato di un'azienda sono molteplici ed assolutamente collegate tra loro, alcune possono essere agevolmente gestite o modificate altre, invece, implicano una precisa e ragionata scelta strategica alla base della relativa individuazione che può influenzare notevolmente le strategie aziendali e la capacità di competere sul mercato anche, a volte, precludendo l'accesso ad alcuni business.

Sicuramente, una fondamentale variabile strategica è la dimensione aziendale molte volte frutto di una precisa scelta alla base della programmazione dell'attività in fase di avvio di impresa altre volte, invece, frutto dell'evoluzione del mercato che trascina con sé le aziende capaci di cogliere le opportunità e, a volte, anche le necessità di un'economia in continua evoluzione ed espansione ed altre volte, ancora, frutto di scelte passate ed, in buona sostanza, “ereditate” (si pensi alle aziende che vivono uno o più passaggi generazionali e capaci di durare nel tempo).

Analizzare la variabile “dimensione” aziendale, quale strumento per competere sul mercato, non può prescindere dall'analisi della struttura delle aziende italiane anche per avere un quadro della composizione dimensionale delle aziende stesse. Analisi da effettuare nella consapevolezza che i confini territoriali del mercato di riferimento aziendale ormai, al di là di settori ampiamente tradizionali e di nicchia, diventano sempre più sottili e labili e che, ad oggi, competere non significhi guardare solo ai propri “vicini di casa” intesi come aziende localizzate sullo stesso territorio ma implichi necessariamente un sguardo “oltre”, oltre confine, dunque, in funzione di una potenziale diversificata e generalizzata concorrenza proveniente da altre aree territoriali.

Dalla pubblicazione ISTAT inerente al rapporto annuale sulla competitività dei settori produttivi (edizione 2021) si evincono i dati statistici, a livello macroeconomico, che fotografano la realtà e la composizione delle aziende italiane. Una realtà, sicuramente provata dal durissimo colpo inferto dalla crisi derivante dall'emergenza sanitaria ma che, comunque, cerca di risollevarsi affrontando anche un difficile contesto normativo e burocratico che limita o rende davvero difficile la sopravvivenza delle stesse, a fronte di numerosi e notevoli adempimenti che si traducono in costi e procedure da rispettare (a volte insostenibili), e che si colloca in un orizzonte di crescita di 4-6 punti percentuali.

A parte l'impatto dell'emergenza sanitaria, che ha portato in Italia ad un boom di aperture soprattutto nel settore del commercio elettronico, ma che sostanzialmente ha visto il nostro paese vivere una fase di stagnazione e rallentamento produttivo, ad oggi il tessuto imprenditoriale italiano risulta composto da un elevatissimo numero di microimprese (oltre il 95,2% delle imprese attive), da 4,1 milioni di imprese con meno di

10 addetti e da 601 aziende con 250 dipendenti (fonte: *Archivio statistico delle imprese italiane, Annuario statistico italiano 2019*).

Si evidenzia, dunque, un tessuto imprenditoriale estremamente frammentato in aziende di piccole dimensioni con tutto ciò che tale caratteristica può comportare in termini di strategie di crescita e posizionamento sul mercato come meglio si dirà in seguito.

Evidenziata la composizione del tessuto imprenditoriale sicuramente vanno dettagliate le caratteristiche che identificano un’impresa come micro, piccola, media o grande o ancor di più come associata o collegata.

Gli elementi da considerare per la definizione della dimensione di impresa sono il numero di dipendenti espressi in ULA (Unità Lavorativa Annuale, calcolata in pratica rapportando all’unità la percentuale di lavoro del singolo lavoratore rispetto ad un contratto di lavoro full time) e il fatturato/ totale attivo di bilancio (si intende per fatturato la somma degli importi provenienti dalla vendita di beni o servizi oggetto dell’attività aziendale mentre per attivo di bilancio si intende il totale dell’attivo patrimoniale). Tali due requisiti sono cumulativi, nel senso che devono sussistere entrambi per la relativa definizione della dimensione aziendale come dalla seguente tabella:

	Unità lavorative Anno	Fatturato o attivo di bilancio in €
Media impresa	< 250 ULA	Fatturato <= 50 mln 0 Attivo di bilancio <= 43mln
Piccola impresa	< 50 ULA	Fatturato <= 10mln 0 Attivo di bilancio <= 10mln
Micro impresa	< 10 ULA	Fatturato <= 2mln 0 Attivo di bilancio <= 2mln

Superati i limiti dimensionali, su esposti, si entra nei confini delle grandi imprese che a livello nazionale, come detto, rappresentano una porzione residuale del tessuto imprenditoriale.

Ancora sul tema della dimensione aziendale esistono i concetti di impresa associata ed impresa collegata, i cui elementi possono anche essere alla base di una strategia di crescita per il tramite, ad esempio, di acquisizioni aziendali.

Sono considerate associate le imprese tra le quali esiste la seguente relazione: un’impresa detiene, da sola oppure insieme ad una o più imprese collegate, il 25% o più del capitale o dei diritti di voto di un’altra impresa.

Sono considerate collegate le imprese fra le quali esiste una delle seguenti relazioni:

1. l’impresa in cui un’altra impresa dispone della maggioranza dei voti (maggiore del 50%) esercitabili nell’assemblea ordinaria;

2. l'impresa in cui un'altra impresa dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
3. l'impresa su cui un'altra impresa ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole;
4. le imprese in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto.

La definizione della dimensione aziendale o delle relative caratteristiche in termini di associazione o collegamento spesso può influenzare le scelte aziendali anche, ad esempio, in funzione della richiesta di contributi pubblici da richiedere, si pensi, per esemplificare, alle limitazioni nella richiesta di contributi a titolo *de minimis* per imprese collegate tra loro.

Una volta forniti gli spunti, attraverso i quali definire “oggettivamente” la dimensione di un'impresa, risulta di notevole interesse individuare la stessa quale strumento per competere sul mercato o sui mercati di appartenenza, nella consapevolezza che non esistono regole universali e generalizzate per individuare la dimensione “ottimale” per ciascuna azienda ma, la stessa, qualificata come variabile strategica per competere, vada necessariamente adattata al singolo caso concreto di ciascuna azienda e che analoghe strategie di crescita non portino sempre ai medesimi risultati.

La capacità di variare la propria dimensione sul mercato va spesso di pari passo con la capacità di innovare e di seguire l'evoluzione del proprio mercato di appartenenza o di mercati target da conquistare. Assistiamo a fenomeni di aziende definite start up e che hanno capacità di crescere in maniera esponenziale sino a diventare “*scale up*” ossia aziende nate come start up che hanno definito il proprio modello di business e che presentano caratteristiche di successo tali da ambire ad una crescita internazionale e tutto questo per la capacità di cogliere la possibilità, ad esempio, di individuare dei vuoti nel proprio mercato target e colmarli sino a diventarne leader, definendo in tal modo un'intrinseca correlazione tra le caratteristiche del mercato e la dimensione aziendale.

Capacità di crescita dimensionale che si accompagna, come detto, alla capacità di innovare nella chiara distinzione tra innovazione radicale, capace di rivoluzionare e rimpiazzare logiche produttive e di mercato sconvolgendo equilibri tecnici, produttivi, sociali ed economici, ed innovazione incrementale, capace di apportare migliorie anche sostanziali ad una logica produttiva e di mercato già consolidata. Diverse strategie, tese ad innovare, impattano in maniera diversa sulla dimensione aziendale. Ad esempio, per strategie di crescita tese a sviluppare un progetto di innovazione incrementale diventa un fattore strategicamente più importante la velocità di crescita rispetto alla dimensione in sé.

Il settore di appartenenza di un'azienda rappresenta anche un elemento da valutare in relazione alla scelta della propria strategia dimensionale, in settori tradizionali dell'economia, infatti, una dimensione maggiore può comportare vantaggi a condizione che si riescano ad ottenere economie di scala ossia la capacità di far diminuire, al cre-

scere dei volumi produttivi, il costo unitario di prodotto, soprattutto se tali settori tradizionali si trovino ad operare in mercati stabili dal punto di vista del mercato stesso e dei processi produttivi mentre, in mercati caratterizzati da un forte grado di evoluzione, aziende di notevoli dimensioni potrebbero risultare “elefanti” rallentati nel processo di crescita dalla loro stessa struttura.

Al giorno d’oggi aziende anche di notevoli dimensioni crescono anche attuando processi di “*open innovation*” rivolti ad aprire un dialogo, ad esempio, con le start-up innovative in vista di apporti di nuove competenze tecnologiche che le stesse start-up, in funzione della loro snellezza operativa, possono fornire più agevolmente.

A diversi mercati, dunque, corrispondono diverse possibili strategie di crescita dimensionale che possono costituire un fattore critico di successo per l’impresa nella consapevolezza che in presenza di un processo produttivo industriale allocato in un mercato e in un settore economico stabile nei processi e nei bisogni della clientela la dimensione può fare la differenza.

Un ultimo spunto sicuramente lo merita uno degli elementi atti a definire la dimensione aziendale ossia il “lavoro” inteso in termini di ULA e, dunque, di lavoratori dipendenti. La crescita della dimensione aziendale può, infatti, significare crescita delle competenze anche in funzione delle strategie di sviluppo e di turnover del personale attuate dall’azienda. A fronte di un turnover limitato, infatti, potrebbero esserci obiettivi di mantenimento e sviluppo delle competenze oltre che di fidelizzazione del capitale umano, elemento essenziale per il successo di ogni azienda. Mentre, a fronte di strategie tese al turnover del personale, potrebbero esserci anche esigenze di crescita e di riposizionamento su nuovi mercati che necessitino di nuove competenze. A prescindere però dalle strategie legate al turnover del personale, rappresenta sicuramente un elemento essenziale nel processo di crescita di un’azienda trovare un giusto equilibrio tra “*trust*” (fiducia) e “*skills*” (qualità) nei propri dipendenti assolutamente fondamentale per un percorso di crescita delle proprie performance.

## ■ 5.7 Gli strumenti di finanza alternativa quale elemento di discontinuità

Le difficoltà di ricorso al canale bancario riscontrate dal mercato nel contesto pre pandemico, nonché l’avvento della disciplina specifica a favore delle startup innovative prima, e di tutte le PMI, poi, in uno con lo sviluppo di soluzione “Fintech”, avevano determinato negli ultimi anni un importante sviluppo di soluzioni di finanza “alternativa”.

Il lockdown e l’emergenza pandemica hanno accentuato le necessità di cassa delle imprese che, colpite da chiusure forzate, hanno dovuto far fronte alle necessità di breve termine in assenza di un flusso finanziario in entrata garantito da volumi di ricavi coerenti con gli impegni finanziari assunti e con i costi fissi maturandi.

Sotto la definizione di finanza alternativa possiamo sicuramente ricomprendere tutte quelle soluzioni di finanziamento alle imprese che esulano (o lo fanno in larga parte) dal classico sistema bancario e dalle più note soluzioni di finanziamento alle imprese che coinvolgono tale mondo. Possiamo in particolare ricomprendervi:

- soluzioni di finanziamento a breve termine a supporto del circolante tramite piattaforme online dedicate;
- crowdfunding;
- crowdlending e P2P Lending;
- minibond.

Salvo che per quanto riguarda lo strumento del crowdfunding nella sua declinazione “equity”, si tratta di strumenti che prevedono l’acquisizione di risorse a debito, e non quindi a titolo di capitale proprio. È pur vero che molti commentatori fanno ricomprendere nel novero della finanza alternativa anche operazioni di private equity e venture capital, già trattati in precedenza nel presente lavoro.

Tutte le soluzioni sopra evidenziate hanno come minimo comune denominatore l’essere strumenti dove il ruolo dell’istituto di credito - come siamo abituati a conoscerlo - risulta essere piuttosto sfumato se non inesistente. Ecco perché, anche in ambito finanziario, si ritiene che la tecnologia sia riuscita a portare ad un significativo processo di disintermediazione, che trova forse la sua espressione più caratteristica nell’equity crowdfunding, grazie al quale un elevato numero di soggetti non professionali può investire direttamente nel capitale di società di dimensioni limitate.

Se da un lato ciò può avere indubbi vantaggi, sia per gli imprenditori che per gli investitori/finanziatori, dall’altro si verifica, soprattutto per questi ultimi, un maggior profilo di rischio, derivante principalmente dall’assenza di professionalità che caratterizza il soggetto investitore/finanziatore, che evidentemente non sarà in grado di valutare la bontà dell’iniziativa come potrebbe fare un investitore istituzionale ad esito di una approfondita attività di analisi e due diligence. A fronte di ciò, evidentemente, l’investitore/finanziatore si attenderà una maggior remunerazione dell’investimento. Questo si traduce in particolare in un (tendenziale) maggior tasso di interesse sulle somme concesse a debito, ovvero su una maggior remunerazione attesa dall’investimento in equity.

Nel prosieguo si tenterà di fornire una breve disamina dei vari istituti e delle loro caratteristiche principali, e di come il loro utilizzo può rendere possibile il reperimento di risorse finanziarie in via alternativa rispetto al tradizionale canale bancario.

### ■ 5.7.1 Strumenti a supporto del circolante

Gli strumenti di finanziamento del circolante ed in generale delle esigenze finanziarie a breve termine delle imprese sono da sempre collegate alle necessità delle imprese di:

- raccogliere risorse al fine di finanziare le necessità di cassa a breve termine (fornitori, dipendenti, imposte, ecc.);
- anticipare l’incasso delle fatture rispetto alla scadenza concordata con il debitore;
- trasferire, ove possibile, il rischio di insolvenza del debitore.

Da sempre il sistema bancario ha risposto a queste necessità con strumenti quali il factoring e le anticipazioni bancarie, il c.d. “fido fatture”, nelle diverse accezioni del mandato all’incasso e della cessione del credito. Nella prima variante l’anticipazione

l'azienda continua a gestire il rischio di credito e ne cura l'incasso, ma quanto pagato verrà trattenuto dalla banca nella misura di quanto precedentemente anticipato. Con la cessione del credito, invece, la banca provvede in proprio alla riscossione del credito, in quanto ne diventa direttamente titolare, pro-solvendo o pro-soluto.

I nuovi strumenti a supporto del circolante non differiscono nei sottostanti giuridici l'anticipazione del credito, ma differiscono in maniera sostanziale nella tecnica con cui si riesce ad addivenire al risultato finale, ovvero quello di anticipare alle aziende somme di denaro a fronte delle fatture emesse.

In particolare attraverso le piattaforme di *invoice trading* gli imprenditori presentano le proprie fatture non più al tradizionale istituto di credito, ma a portali che, attraverso sofisticati algoritmi e strumenti di intelligenza artificiale, attribuisce un rating al documento presentato. A questo punto, in base al funzionamento del portale si potrà avere:

- un'asta tra i potenziali investitori, nell'ambito del quale il portale funge da marketplace;
- un acquisto diretto da parte della piattaforma, previa offerta specifica;
- operazioni di “reverse factoring”, se siamo nell'ambito di operazioni con gruppi e realtà di rilevanti dimensioni;
- la cartolarizzazione del credito o di pacchetti di crediti, che le piattaforme acquistano con il supporto di società veicolo ad hoc.

I portali che operano secondo tali modelli sono prevalentemente società estranee al sistema bancario tradizionale e che si sono solo di recente affacciate sul mercato, riscuotendo grande successo e attirando a loro volta l'attenzione degli intermediari finanziari, che supportano le attività di smobilizzo attraverso, ad esempio, convenzioni con le piattaforme o partecipando alle aste relative ai crediti.

Dal punto di vista aziendale, solitamente, il costo dell'operazione effettuato tramite queste piattaforme è superiore rispetto a quello che si otterrebbe con l'anticipazione tramite il canale bancario tradizionale, e quindi questo tipo di transazioni non sempre risulta conveniente. A beneficiare dell'avvento di questa soluzione sono stati però tutti quei soggetti che accedono con maggiore difficoltà al credito tradizionale e che presentano tempi di incasso delle fatture mediamente lunghi, per le quali il finanziamento del ciclo operativo risulta vitale. Normalmente le imprese finanziate presentano inoltre fatture di importo mediamente ridotto, facilmente smobilizzabili.

Il mercato dell'*invoice trading*, come ben evidenziato anche dal Politecnico di Milano nel suo osservatorio “La Finanza Alternativa per le PMI in Italia”, è in continua espansione ed uno dei comparti del settore fintech dove l'Italia, a livello di volumi, può competere con gli altri Paesi europei. Alla data del 30 giugno 2021 risultavano attivi in Italia 12 operatori nell'*invoice trading*: Okm-Finance, Anticipay, Cashinvoice, CashMe, Cleve-

ra, Crescitalia, Demetra Capital, Fifty, Incassa Subito, MyCreditService, Polaris (gruppo TXT) e Workinvoice<sup>11</sup>.

### ■ 5.7.2 Le declinazioni del crowdfunding: lending, reward ed equity a confronto

Il crescente sviluppo dell’ecosistema dell’innovazione in Italia ha portato con sé anche una maggior attenzione ad iniziative genericamente denominate dall’opinione pubblica di “crowdfunding”. Dietro al tanto abusato termine si celano però operazioni dal contenuto economico che differiscono tra di loro in maniera significativa, ciascuna delle quali ha un inquadramento giuridico autonomo.

Si tratta, in tutti i casi, di forma di micro-finanziamento dal basso che mobilita persone e risorse e la definizione deriva da “*crowd*”, folla, e “*funding*”, finanziamento, quindi letteralmente “finanziamento della folla”. È oggi un metodo piuttosto diffuso per garantire risorse a progetti imprenditoriali, nell’ambito della quale i siti web fanno da piattaforma e permettono ai fundraiser di incontrare un ampio pubblico di potenziali finanziatori, «accorciato» le distanze tra questi soggetti, rendendo più facile l’accesso a questa modalità di finanziamento.

In tutte le operazioni di crowdfunding abbiamo due categorie di soggetti: da un lato i *proponent*, i titolari del progetto, che abbisognano di risorse e dall’altra i *backers*, i sostenitori, che «investono nel progetto» secondo differenti schemi, così riassumibili:

- effettuando donazioni (*donation*);
- effettuando finanziamenti (*crowdlending*);
- acquistando anticipatamente uno o più prodotti dell’azienda prima della loro materiale realizzazione (*reward*);
- sottoscrivendo capitale sociale della società (*equity*).

Accanto a tali distinzioni sono nati anche in Italia, mutuati dal sistema anglo sassone, diversi portali di crowdfunding, che rispondono alle diverse esigenze e volontà di imprenditori e micro-investitori.

Grazie a questi portali, un maggior numero di soggetti può venire a conoscenza del progetto, e a ciò si collega, di riflesso, una maggiore possibilità di entrare in contatto con finanziatori, che altrimenti non avrebbero la possibilità di dare supporto al progetto. Un’altra caratteristica delle operazioni di crowdfunding, comunque denominate, è quella di caratterizzarsi per operazioni unitariamente rilevanti poste in essere da un grande numero di soggetti che unitariamente investono somme di importo limitato.

È pur vero, d’altro canto, che l’esistenza di rilevanti asimmetrie informative potrebbero allontanare potenziali investitori, scoraggiati dall’impossibilità di svolgere un’adeguata due diligence sui progetti nei quali dovrebbero fornire supporto. In questo senso la credibilità e la reputazione dei portali fungono da discriminare, poiché si presume che

---

<sup>11</sup> 4° Quaderno di Ricerca sulla Finanza Alternativa per le PMI, Osservatori Entrepreneurship, Finance & Innovation Politecnico di Milano.

questi assolvano alle esigenze degli investitori e svolgano quelle attività di analisi e verifica che altrimenti non sarebbe né possibile né conveniente.

Tralasciando in questa sede l'analisi delle operazioni di *donation based crowdfunding*, utilizzate in prevalenza nell'ambito del terzo settore, delle attività no profit e del fundraising, si rappresenteranno di seguito brevemente le caratteristiche delle altre tipologie di crowdfunding.

### *(i) Il Lending-based crowdfunding*

Si tratta di forme di finanziamento alternative rispetto al normale canale gestito dagli intermediari finanziari, in cui i soggetti finanziatori sono solitamente dei soggetti privati che apportano somme limitate e si definisce anche *social lending*, *P2P lending* o *P2B lending*. Si tratta di somme concesse a titolo di finanziamento e lo schema tipico prevede la loro restituzione in un orizzonte temporale predefinito, oltre che la corresponsione di somme aggiuntive a titolo di interessi.

Solitamente la raccolta avviene attraverso piattaforme che, operando secondo vari modelli, fanno incontrare domanda e offerta e provvedono a finanziare i progetti. Le risorse finanziarie possono essere attribuite ai progetti secondo diverse modalità, riconducibili a:

- predeterminazione da parte della piattaforma del soggetto da finanziare e delle condizioni applicabili, sulla base di un rating attribuito alla società che intende accedere a tale modalità di raccolta di finanziamento. In tale modo il finanziatore se intende dare supporto, lo fa a fronte di un'iniziativa predefinita;
- ripartizione da parte della piattaforma delle somme ricevute sulla base del portafoglio di soggetti finanziati e delle aspettative dell'investitore. L'investitore quindi eroga le proprie somme a favore della piattaforma, che a propria volta li ripartisce a favore dei soggetti che ha individuato come meritevoli di credito, anche in funzione delle aspettative di remunerazione dell'investitore;
- acquisizione, per il tramite della piattaforma, di quote comuni di fondi di investimento.

Senza entrare nel dettaglio della disciplina di settore applicabile, si ricorda che La disciplina applicabile alla gestione delle piattaforme di lending è riconducibile a quanto previsto dal TUB in termini di raccolta di risparmio tra il pubblico e in termini di prestazione di servizi di pagamento. In tal senso la maggior parte dei portali di questo tipo si qualifica come «istituto di pagamento».

### *(ii) Il reward-based crowdfunding*

Si tratta sicuramente della modalità di crowdfunding più diffusa e quella che più facilmente viene associata al concetto di crowdfunding, anche per l'importante successo che questo tipo di iniziative ha avuto nel mondo anglosassone nell'ambito del supporto a progetti innovativi e ad elevato valore tecnologico.

Lo schema di questo tipo di operazioni prevede che a fronte di un sostegno finanziario da parte dei *backers*, questi non ricevano in cambio una contropartita finanziaria. Il so-

stegno all’iniziativa, solitamente, è dato mediante il pagamento di un prezzo maggiore rispetto al valore intrinseco del prodotto (bene/servizio), ovvero ad un acquisto anticipato rispetto all’effettiva disponibilità del prodotto finito sul mercato.

In tal senso, quasi sempre le operazioni di *reward based crowdfunding* sottendono un’operazione di compravendita o di pagamento anticipato del prezzo per acquisto di cosa futura.

Non siamo quindi propriamente di fronte ad un’operazione di finanziamento con apporto di capitali a debito o di rischio, ma viene garantito supporto all’iniziativa mediante, solitamente, un pre-acquisto di un prodotto servizio, dando così la possibilità all’imprenditore di dotarsi delle risorse necessarie ad una produzione in larga scala, non solo a favore dei pre-acquirenti, ma anche volte a soddisfare le richieste del mercato.

Rappresenta molto spesso un’importante iniziativa commerciale, il cui successo può determinare la prosecuzione dell’iniziativa imprenditoriale, che in assenza dei proventi della pre-vendita, potrebbe non essere in grado di dotarsi in autonomia delle risorse necessarie. D’altro canto, proprio per le sue caratteristiche, queste iniziative si accompagnano ad un importante impegno in termini di costi pubblicità e marketing, spesso gestito dalle piattaforme medesime, al fine di coinvolgere il maggior numero di utenti possibili e di raggiungere il volume di vendite desiderato. Intuibilmente ad avere maggior successo sono le campagne che prevedono un esborso di somme limitato a fronte della consegna di prodotti “mass market”, che più facilmente potrebbero incontrare il gusto degli utenti, ovvero di prodotti/servizi che possono suscitare interesse nella platea degli utenti c.d. “*early adopters*”, ovvero quegli utenti che ricercano continuamente le novità di mercato, e che sono maggiormente propensi a sperimentare ed adottare nuovi prodotti.

### *(iii) L’equity-based crowdfunding*

Quest’ultima forma di crowdfunding è forse la sua espressione più evoluta, che con l’avvento della disciplina delle start-up innovative in Italia, è stata normata per la prima volta in Europa. Tramite questa forma di investimento, a fronte delle somme erogate, il backer riceve in cambio delle quote di partecipazione al capitale sociale della società.

In epoca anteriore all’avvento del D.L. n. 179/2012 (e del n. 50/2017) era assolutamente vietata la sollecitazione all’investimento relativa a quote di S.r.l., così come previsto dall’art. 2468 c.c. Nel contesto della disciplina delle start-up innovative, lo strumento si inseriva nel più ampio complesso di norme volte a dotare tali società della capitalizzazione necessaria allo sviluppo di progetti ad elevato tasso di mortalità, e che pertanto faticavano maggiormente a reperire le necessarie risorse finanziarie. Il successo di tale *corpus* normativo portò il Legislatore a riproporne in larga misura i medesimi schemi nell’ambito delle PMI Innovative prima (con il c.d. “Investment Compact”, D.L. n. 3/2015) e a tutte le Srl-PMI con il D.L. n. 50/2017.

In questo contesto, ad essere normato è principalmente il funzionamento della piattaforma/portale, affinché i consumatori investano consapevolmente e non incorrano in truffe. La gestione di portali è, infatti, riservata a due categorie di soggetti:

1. i soggetti autorizzati dalla CONSOB e iscritti in un apposito registro tenuto dalla medesima Autorità;
2. le banche e le imprese di investimento (SIM) già autorizzate alla prestazione di servizi di investimento (i c.d. "gestori di diritto", annotati nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob).

Senza entrare nel dettaglio della disciplina applicabile, appare qui utile segnalare come una delle previsioni più importanti, che spesso può determinare il successo o l'insuccesso di una campagna di questo genere, è la previsione di una percentuale minima di sottoscrizione da parte di investitori qualificati, rappresentati da:

- investitori istituzionali,
- fondazioni bancarie,
- incubatori,
- investitori a supporto di PMI con portafogli di almeno 500mila euro, che hanno effettuato nell'ultimo biennio almeno tre investimenti o che sono stati amministratori di PMI.

Ciò, infatti, se da un lato rappresenta un'importante forma di garanzia rispetto alla serietà della proposta, dall'altro potrebbe scoraggiare l'utilizzo di tale strumento, considerata la difficoltà di coinvolgere questo tipo di soggetti in progetti che solitamente presentano un elevato profilo di rischio.

Per l'emittente che intende far ricorso a questo strumento, il tema cruciale è caratterizzato probabilmente dalla gestione della governance societaria a seguito della conclusione dell'iniziativa, considerata la presenza di una compagine sociale numericamente estesa, che potrebbe ingessare l'operatività aziendale. Tale condizione va adeguatamente gestita attribuendo agli investitori diritti particolari (o una limitazione dei diritti) tramite la creazione di una categoria di quote destinata agli investitori tramite portali online, ovvero tramite la costituzione di una società veicolo per realizzazione la raccolta.

### ■ 5.7.3 Minibond

I minibond sono obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società italiane non quotate, tipicamente PMI, normalmente destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di *refinancing*. Permettono alle società non quotate di aprirsi al mercato dei capitali, riducendo la dipendenza dal credito bancario. Come tutte le obbligazioni hanno un tasso d'interesse riconosciuto sotto forma di cedola periodica, e una data di scadenza<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/strumenti/cosa-sono-i-minibond.htm>.

Le norme di riferimento sono riconducibili ai D.L. n. 83 e n. 179 del 2012, dal D.L. n. 145/2013 e dal D.L. n. 91/2014 e prevedono che:

- la società emittente non sia una banca o una società quotata, con almeno 10 dipendenti e 2 MLN di fatturato;
- la sottoscrizione sia riservata ad investitori istituzionali, e quindi banche, imprese di investimento, SGR, società di gestione armonizzate, SICAV, intermediari finanziari.

Evidentemente, trattandosi di uno strumento per la raccolta di risorse a debito, dovranno essere individuati, sulla base di un idoneo business plan:

- ammontare o valore dell'emissione;
- durata dell'emissione;
- tasso di interesse;
- modalità di rimborso;
- rendimento, composto dall'interesse più il guadagno in conto capitale o “capital gain”.

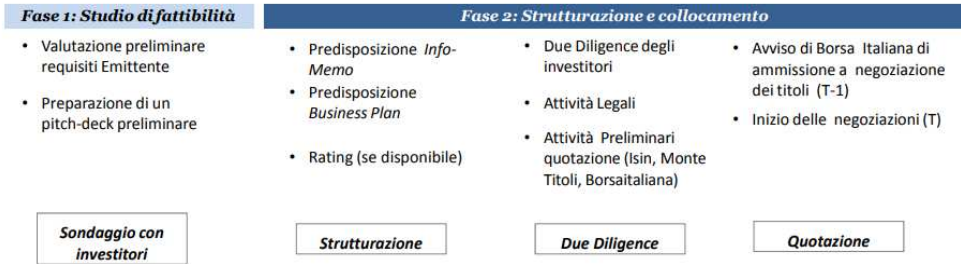
Tali aspetti, in uno con gli aspetti legali che caratterizzano l'emissione, sono solitamente curati da un advisor, che assiste l'emittente nelle fasi iniziali dell'iniziativa e nell'individuazione del percorso da seguire, e da un arranger, che coadiuva nella strutturazione del minibond e nel collocamento presso gli investitori, affinché l'iniziativa abbia successo.

Altri soggetti che solitamente agiscono in questo tipo di operazioni, sono le agenzie di rating, che intervengono nel caso in cui l'emittente voglia, al fine di favorire il successo dell'iniziativa presso gli investitori, dotarsi di un rating per l'emissione del minibond e, infine, Borsa Italiana, nel caso in cui l'emittente intenda quotare lo strumento presso il segmento professionale su ExtraMot. Di seguito appare utile riportare la timeline proposta dal Gruppo Finanza Alternativa dell'ODCEC di Torino<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> [https://www.odcec.torino.it/public/convegni/slides\\_012.pdf](https://www.odcec.torino.it/public/convegni/slides_012.pdf).

## Il processo di emissione del Minibond - la *timeline*



Lo strumento minibond sta riscuotendo grande successo tra le PMI, e le ragioni sono da ricondursi principalmente a:

- indipendenza dal sistema bancario;
- apertura al mercato dei capitali, rappresentando un primo approccio verso la possibile quotazione;
- maggiore visibilità verso la comunità finanziaria.

Le *best practice* del mercato riportano come è uno strumento utilizzato prevalentemente da imprese strutturate, che presentano buoni margini e con management consolidato, che hanno significative potenzialità di crescita, anche verso l'estero, mentre appare uno strumento meno adatto in situazioni di crisi e turnaround aziendale.

# 6. Finanza sostenibile: nuovi paradigmi verso una transizione ESG compliant

A cura di Sara Pelucchi<sup>1</sup>, Stefano Ratti<sup>2</sup>, Ciro Armigero, Valeria Gasparini, Roberto Ianni, Silvia Vaselli, Maria Concetta Rizzo, Tommaso Fornasari<sup>3</sup>

## 6.1 Premessa

Il mondo della finanza è fortemente influenzato dall'attenzione riservata sul piano internazionale alle tematiche ESG e ai rischi ad esse connessi. L'acronimo indica gli aspetti Environmental, Social e di Governance, su cui sono puntati i riflettori dell'intero sistema.

In particolare, la Commissione Europea ha pubblicato nel dicembre 2019 il **Green Deal Europeo**, che prevede obiettivi sfidanti in materia di clima, energia, trasporti e fiscalità per raggiungere entro il 2050 la **neutralità climatica**. Come già accennato in questo elaborato, a seguito della pandemia da Covid-19 l'Unione Europea ha predisposto un piano di ripresa economica coerente con gli obiettivi del Green Deal, attraverso l'individuazione di risorse finanziarie identificate nel **Next Generation EU** (di seguito NGEU). Le risorse sono attribuite agli Stati membri attraverso l'attuazione di investimenti previsti dal **Piano Nazionale per la Ripresa e la Resilienza** (PNRR), approvato per il nostro Paese il 13 luglio 2021 dal Consiglio dei Ministri. Sarà fondamentale nei prossimi anni la buona riuscita delle politiche di investimento e riforma dettate dal PNRR, per garantire il rispetto degli accordi giuridici specifici che il nostro Paese ha concluso per poter accedere alle risorse finanziarie messe a disposizione dal NGEU.

Diventa allora fondamentale inquadrare le molteplici iniziative intraprese sul piano internazionale negli ultimi mesi:

- è stata presentata nel mese di aprile 2021 dall'UE la Proposta di direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), per definire i parametri della nuova rendicontazione di sostenibilità per le imprese;
- è stato emanato il Regolamento UE 2019/2088 SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), per la comunicazione agli investitori da parte dei servizi finanziari;

<sup>1</sup> Presidente Commissione di Studio UNGDCEC Rapporti con Fondazione OIBR Informativa non finanziaria e Business Reporting

<sup>2</sup> Segretario Commissione di Studio UNGDCEC Rapporti con Fondazione OIBR Informativa non finanziaria e Business Reporting

<sup>3</sup> Componenti Commissione di Studio UNGDCEC Rapporti con Fondazione OIBR Informativa non finanziaria e Business Reporting

- è stato emanato il Regolamento UE 2020/852 (Regolamento Tassonomia), per l'individuazione e classificazione delle attività sostenibili di cui si darà riscontro nei prossimi paragrafi;
- è stata presentata nel mese di febbraio 2022 la Proposta di direttiva sul Dovere di diligenza, per delineare le responsabilità degli Amministratori, chiamati a individuare, evitare, far cessare o attenuare gli effetti delle attività di impresa sui diritti umani e sull'ambiente, con attenzione alla catena del valore;
- nel mese di febbraio 2022 è stata inoltre modificata la Costituzione, con l'inserimento di un espresso riferimento alla tutela dell'ambiente e degli animali:
  - all'art. 9, introducendo tra i principi fondamentali la tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni;
  - all'art. 41, prevedendo che l'iniziativa economica non possa svolgersi in modo da recare danno alla salute e all'ambiente. Tale limite all'iniziativa economica si aggiunge a quelli già previsti (sicurezza, libertà, dignità umana).

Infine, la **Strategia Europea** del luglio 2021, di cui si tratterà al successivo paragrafo 2.4, spinge all'incremento della trasparenza sul mercato:

- attraverso l'adozione di metriche rispettose dei temi ESG da parte dei Paesi UE e
- attraverso lo sviluppo e la diffusione di strumenti finanziari sostenibili.

Tra gli strumenti su cui l'UE punta nella Strategia, vi sono i **Social Bond** e i **Green Bond**.

Attraverso la definizione della **Social Taxonomy**, l'Unione Europea si appresta a definire i parametri di sostenibilità sociale dei prodotti finanziari. I **Social Bond** sono strumenti di investimento che permettono di indirizzare i capitali verso attività ad elevato valore sociale (assunzione di persone svantaggiate; attività di edilizia sociale ...). A fronte di rendimenti più bassi, all'investitore è garantito il rispetto dei fondamenti contenuti nella Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo e nei principi guida internazionali in ambito sociale. I prodotti finanziari avranno una "certificazione sociale", rappresentativa del fatto che l'investimento sottostante garantisce:

- rispetto del lavoro dignitoso in tutta la catena del valore;
- mantenimento di standard di vita adeguati e benessere per gli utilizzatori finali;
- comunità e società inclusive e sostenibili.

Per ottenere la certificazione sarà quindi richiesto di dare informativa delle condizioni di salute e sicurezza in cui si svolgono le attività finanziate, dei livelli salariali e di cura della salute dei consumatori, dell'attenzione al territorio in cui l'attività finanziata è svolta.

**Green Bond:** le obbligazioni verdi sono strumenti disegnati per permettere a imprese ed enti pubblici di raccogliere con più facilità risorse per finanziamenti su larga scala per investimenti a tutela dell'ambiente, ad esempio finalizzati:

- alla produzione di energia da fonti rinnovabili;
- alla tutela della biodiversità;
- all'efficientamento energetico;

- alla gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse naturali.

La Comunità Europea intende raccogliere circa il 30% delle risorse finanziarie richieste per realizzare il Next Generation EU attraverso questo strumento e il nostro Paese ha emesso nel marzo 2021 il primo BTP Green, con una scadenza fissata al 2045 per più di 8 miliardi di euro, con sottoscrizioni 10 volte superiori all’offerta.

Banche e assicurazioni sono chiamate ad aggiornare le loro procedure in aderenza all’introduzione della Tassonomia inclusa nel Regolamento, cioè la classificazione delle attività sostenibili, rivisitando le proprie strategie di business rispetto ad uno scenario in continua evoluzione.

L’Esma (autorità europea di vigilanza) ha avviato a fine gennaio 2022 la consultazione (in chiusura a fine aprile 2022) per aggiornare la Mifid2 (direttiva sui mercati finanziari) in merito alle tematiche di finanza sostenibile.

La previsione è l’entrata in vigore di nuovi provvedimenti a partire dal mese di agosto 2022: da quel momento agli investitori sarà chiesto di indicare le “**sustainability preferences**” e queste informazioni saranno raccolte dai consulenti finanziari per la profilazione e valutazione del rischio.

Diventerà cruciale identificare le caratteristiche dei prodotti sottostanti alle proposte di investimento, per distinguere quelli “**ex art. 8 del Regolamento Tassonomia**” (caratterizzati da un mix di strategie di sostenibilità e tradizionali) da quelli “**ex art. 9 del Regolamento Tassonomia**” (caratterizzati da una strategia puramente sostenibile). Soprattutto perché nelle linee guida operative ESMA (pag. 28, n. 25) si evince che:

- sarà l’investitore a dover indicare la preferenza per un prodotto “ex art. 8” piuttosto che “ex art. 9”;
- sarà l’investitore a dover indicare la quota minima di investimento sostenibile che dovrà essere presente nei prodotti finanziari.

Il settore finanziario si trova quindi di fronte ad un’importante sfida, quella di stimolare investitori responsabili, che vadano oltre alla considerazione della sola valutazione e remunerazione del rischio finanziario, ma comprendano come le decisioni prese (o non prese) abbiano un impatto nel mondo attorno a noi, quindi con effetti moltiplicativi sul piano economico, sociale e ambientale.

Il Fondo Monetario Internazionale evidenzia ad esempio come nell’attuale scenario di conflitto tra Russia e Ucraina, la previsione di aumento dei prezzi delle commodity, cioè dei beni indifferenziati, le nuove rotte migratorie e la riduzione delle relazioni di fiducia nei vari mercati vadano governati responsabilmente dai decisori internazionali, per affrontare i danni disastrosi che oggi è impossibile quantificare, ma che si stima avranno effetti anche sul lungo periodo. Le scelte di investimento responsabili assumono quindi un ruolo di primaria importanza.

Nei prossimi mesi saranno determinanti i chiarimenti sulla classificazione prevista dal Regolamento Tassonomia (si pensi al dibattito relativo all’inserimento del nucleare e del gas), per far emergere realtà virtuose e sostenibili, attraverso l’individuazione di opportuni parametri, la loro misurazione e rendicontazione. Il rischio è la difficoltà di reperire i dati affidabili necessari per poter rendicontare e su cui effettuare le opportune valuta-

zioni di rischio. Sarà cruciale la digitalizzazione delle informazioni e il supporto dei professionisti alle imprese per sviluppare la strategia di lungo periodo che possa rispondere all'esigenza di continuità e sostenibilità.

L'ampliamento del perimetro di rilevanza del tema della sostenibilità richiede, infatti, alle imprese un cambio di paradigma in termini di organizzazione e di generazione e distribuzione del valore agli intermediari finanziari un'attenzione al nuovo ruolo che sono chiamati a giocare in questa grande partita, che impone a ciascuno di fornire il proprio contributo per il raggiungimento degli obiettivi dell'Agenda2030 delle Nazioni Unite.



Nei prossimi paragrafi, dopo un approfondimento sulla evoluzione normativa, tratteremo gli effetti sul merito creditizio derivanti dalla crescente attenzione alle tematiche connesse ai rischi ESG e le opportunità per le imprese e i professionisti derivanti dall'introduzione della Tassonomia delle attività sostenibili.

## ■ 6.2 Evoluzione normativa

### ■ 6.2.1 Il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile

Il **Piano d'Azione sulla finanza sostenibile** è lo strumento con il quale la Commissione Europe ha recepito le raccomandazioni del Gruppo di Esperti di Alto Livello (High-Level Expert Group - **HLEG**) sulla finanza sostenibile, presentate il 31 gennaio 2018. Nella sua relazione finale, l'HLEG ha presentato una visione globale sulla finanza sostenibile, evidenziando due punti cardine per l'elaborazione di una strategia europea in tale ambito:

1. migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società;

2. consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ESG (ambientali, sociali e di governance) nel processo decisionale relativo agli investimenti.

Il Piano delinea la strategia e le misure da adottare per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di promuovere uno sviluppo sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale, contribuendo ad attuare l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile.

Il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile pone tre obiettivi:

- **riorientare i flussi di capitale** verso investimenti sostenibili, al fine di raggiungere una crescita sostenibile e inclusiva;
- **gestire i rischi finanziari** derivanti dai cambiamenti climatici, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali;
- **promuovere la trasparenza** e una visione a lungo termine nelle attività finanziarie ed economiche.

Per raggiungere tali obiettivi, il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile delinea dieci misure<sup>4</sup>:

1. introdurre una **“Tassonomia” europea** per la finanza sostenibile, ovvero un sistema condiviso di definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili;
2. creare **standard e certificazioni di qualità per i Green Bond**, con l'obiettivo di garantire la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori;
3. incrementare gli **investimenti verso infrastrutture sostenibili** (per esempio, le reti di trasporto) sia negli Stati membri, sia nei Paesi partner;
4. **modificare le Direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA** sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, includendo le preferenze dei clienti in materia di sostenibilità tra gli elementi da considerare nell'ambito dei servizi di consulenza;
5. rendere più **trasparenti le metodologie adottate dagli index provider** nella costruzione dei benchmark di sostenibilità, armonizzando in particolare gli indici low-carbon;
6. incoraggiare **l'integrazione dei criteri ESG da parte delle società di rating** e di ricerca di mercato;
7. introdurre i **criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario**, che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari;
8. valutare la possibilità di introdurre una **riduzione nei requisiti patrimoniali minimi delle banche in relazione agli investimenti sostenibili** dal punto di vista ambientale (i c.d. “green supporting factors”), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori;

<sup>4</sup> Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da: Commissione Europea 2018, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile

9. migliorare **qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria** delle imprese, allineando le attuali linee guida sui rischi climatici alle raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures del Financial Stability Board;
10. incoraggiare l'integrazione dei **criteri ESG** e l'adozione di un **approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione**.

### ■ 6.2.2 SFDR - Sustainable Finance Disclosure Regulation (Regolamento UE 2019/2088)

Il Regolamento europeo 2019/2088 “**Sustainable Finance Disclosure Regulation**” (SFDR), relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, è uno dei pilastri fondamentali dell'Agenda UE sulla finanza sostenibile, introdotta dalla Commissione europea nel quadro del **Piano d'Azione per la finanza sostenibile del 2018**.

*«Poiché dobbiamo far fronte sempre più alle conseguenze catastrofiche e imprevedibili dei cambiamenti climatici e dell'esaurimento delle risorse, è necessario agire urgentemente per adattare le politiche pubbliche a questa nuova realtà. In questo caso il settore finanziario è chiamato a svolgere un ruolo di primo piano. [...]*

*La finanza sostiene l'economia mettendo a disposizione i finanziamenti destinati alle attività economiche e, in ultima analisi, alla creazione di occupazione e crescita. Le decisioni di investire di norma si fondano su diversi fattori, ma spesso quelli inerenti alle considerazioni ambientali e sociali non sono sufficientemente presi in considerazione, poiché tali rischi possono concretizzarsi in un orizzonte temporale più lungo. È importante riconoscere che tenere conto degli interessi di sostenibilità sul più lungo termine è ragionevole dal punto di vista economico e non comporta necessariamente un ritorno inferiore per gli investitori».*

*Commissione Europea, Bruxelles, 08 marzo 2018*

#### *Normativa di 1° e di 2° livello*

##### *Normativa di 1° livello*

Il Regolamento 2019/2088 introduce norme armonizzate sulla trasparenza del settore finanziario, imponendo obblighi di informativa ESG ai partecipanti ai mercati finanziari ed ai consulenti finanziari.

Gli intermediari soggetti alla nuova disciplina sono quindi:

- SIM che prestano il servizio di gestione di portafogli;
- banche che prestano il servizio di gestione di portafogli;
- SGR che gestiscono FIA e OICVM<sup>5</sup>;

---

<sup>5</sup> Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e ai Fondi di investimento alternativi.

- gestori di fondi EuVECA ed EuSEF<sup>6</sup>;
- imprese di assicurazione che rendono disponibili IBIPs<sup>7</sup>;
- enti pensionistici aziendali o professionali; creatori di un prodotto pensionistico e i fornitori di un PEPP<sup>8</sup>;
- consulenti finanziari<sup>9</sup>.

Il Regolamento è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 9 dicembre 2019 mentre, a partire dal 10 marzo 2021, sono entrate in vigore **le norme di primo livello del Regolamento**<sup>10</sup>.

Nello specifico, gli **obblighi** previsti a partire dal 10 marzo 2021 sono differenziati sulla base dell’oggetto di riferimento dell’informativa (**informazioni riferite al soggetto** – “**entity level**” – oppure al prodotto finanziario – “**product level**”) e della modalità informativa (informativa sul sito web, informativa precontrattuale o informativa periodica).

Disclosure delle informazioni di sostenibilità livello di soggetto				
Chi	Cosa	Dove	Quando	Articolo SFDR
Tutti i soggetti finanziari	Come integra i rischi di sostenibilità nei processi decisionali	Sito web	Da marzo 2021	Articolo 3
1. Obbligatorio per tutti i soggetti finanziari con più di 500 dipendenti (secondo il principio del <i>comply or explain</i> <sup>11</sup> )  2. Tutti gli altri soggetti finanziari (se-	Come individua, analizza e si impegna a ridurre gli impatti negativi delle proprie politiche d’investimento sui fattori di sostenibilità (PAI).	Sito web	1. Dal 30 giugno 2021 per le grandi società finanziarie (>500 dipendenti)  2. Da marzo 2021	Articolo 4 <sup>12</sup>

<sup>6</sup> European Venture Capital Funds e European Social Entrepreneurship Funds.

<sup>7</sup> Insurance Based Investment Products.

<sup>8</sup> Pan-European Personal Pension Product.

<sup>9</sup> SIM, banche e SGR che prestano servizi di consulenza in materia di investimenti, oltre che gli intermediari assicurativi che forniscono consulenza in materia di assicurazione con riguardo a un IBIP.

<sup>10</sup> Le norme di secondo livello del Regolamento fanno riferimento ai Regulatory Technical Standards (RTS).

<sup>11</sup> Se un soggetto finanziario non tiene in considerazione gli impatti negativi deve spiegarne il motivo, secondo il principio del “*comply or explain*”.

<sup>12</sup> Alla data della redazione del presente documento, si è in attesa dell’elaborazione - da parte dell’Autorità Europee di Vigilanza (l’Autorità Bancaria Europea – ABE, l’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali - EIOPA e l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati - ESMA) - e dell’approvazione - da parte della Commissione Europea – dei Regulatory Technical Standards per specificare ulteriormente i dettagli del contenuto delle informazioni da comunicare e delle modalità di presentazione.

Disclosure delle informazioni di sostenibilità livello di soggetto				
Chi	Cosa	Dove	Quando	Articolo SFDR
condo il principio del <i>comply or explain</i> )			per tutti gli altri soggetti finanziari	
Tutti i soggetti finanziari	Come le politiche di remunerazione sono coerenti con l'integrazione dei rischi di sostenibilità	Sito web	Da marzo 2021	Articolo 5

Disclosure delle informazioni di sostenibilità livello di prodotto				
Tipo di prodotto	Cosa	Dove	Quando	Articolo SFDR
Tutti (secondo il principio del <i>comply or explain</i> )	Come i rischi ESG sono integrati nelle decisioni d'investimento e come possono impattare sul rendimento	Informativa precontrattuale	Da marzo 2021	Articolo 6
Tutti (secondo il principio del <i>comply or explain</i> )	Informazioni sui principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità	Informativa precontrattuale	Entro il 30 dicembre 2022	Articolo 7
Prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali	Come le caratteristiche ambientali e/o sociali del prodotto vengono rispettate	Da marzo 2021 sul sito web e informativa precontrattuale  Nella relazione periodica con l'entrata in vigore degli RTS (stato attuale: 1/01/2023)		Articolo 8 <sup>9</sup>
Prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili	Come l'obiettivo sostenibile del prodotto venga perseguito e raggiunto	Da marzo 2021 sul sito web e informativa precontrattuale  Nella relazione periodica con		Articolo 9 <sup>9</sup>

Disclosure delle informazioni di sostenibilità livello di prodotto				
Tipo di prodotto	Cosa	Dove	Quando	Articolo SFDR
		l'entrata in vigore degli RTS (stato attuale: 1/01/2023)		

### Normativa di 2° livello

Dal testo del Regolamento si evince che l'ABE, all'EIOPA e all'ESMA (collettivamente le Autorità europee di vigilanza "AEV") avrebbero dovuto, entro il 30 dicembre 2020, elaborare e trasmettere alla Commissione Europea una bozza delle norme tecniche di regolamentazione (Regulatory Technical Standards "RTS"). Tale bozza è stata trasmessa alla Commissione e pubblicata il 4 febbraio 2021.

Il Final Report trasmesso copre, ad oggi, le aree tematiche relative a:

- rendicontazione sui Principali Impatti Avversi (Principal Adverse Impacts "PAI") sulla Sostenibilità connessi alle decisioni/consigli di investimento;
- disclosure precontrattuale e periodica sulle caratteristiche/obiettivi di sostenibilità del prodotto;
- disclosure sul prodotto attraverso il website;
- modelli di informativa precontrattuale e periodica del prodotto (c.d. *templates*).

### Principal adverse impacts (PAI)

Nel Final Report dell'AEV del 4 febbraio, è stato definito il catalogo di indicatori di sostenibilità per i Principali Impatti Avversi con altrettante metriche corrispondenti. Si tratta di 18 indicatori obbligatori (16 sono quelli volontari), divisi in due ampie famiglie: da un lato gli indicatori climatico-ambientali, dall'altro quelli relativi ad aspetti sociali, di governance e ai diritti umani. Come per le grandi imprese (>500 dipendenti), anche per gli altri soggetti finanziari vale il principio del "comply or explain".

La Commissione Europea stima che il primo rapporto sui PAI dovrà essere pubblicato nel giugno 2023. Ciò significa che i partecipanti ai mercati finanziari dovranno raccogliere le informazioni necessarie dal 1° gennaio 2022.

Il ritardo nell'entrata in vigore e attuazione degli RTS ha, senza dubbio, un impatto sull'adozione dei PAI da parte di tutti i soggetti finanziari e pertanto sulla disclosure dell'articolo 4 (anche da parte delle grandi imprese che preferiscono adottare il principio dell'"explain", in attesa dell'approvazione definitiva delle norme.

Tuttavia, con l'introduzione del Regolamento Europeo sulla Tassonomia delle attività sostenibili (di seguito anche solo "Tassonomia") vengono apportate delle modifiche al Regolamento SFDR. Nel dettaglio:

- secondo l'articolo 5 della Tassonomia, se un prodotto finanziario classificabile come **articolo 9** della SFDR (ossia **ha come obiettivo investimenti sostenibili**) inve-

ste in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale ai sensi della Tassonomia, le informazioni da comunicare devono essere integrate con:

- o informazioni sull'obiettivo/i ambientale/i previsto/i dalla Tassonomia a cui contribuisce l'investimento sottostante il prodotto finanziario;
- o una descrizione di come e in che misura gli investimenti sottostanti il prodotto finanziario si riferiscono ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi dell'articolo 3 della Tassonomia;

- secondo *l'articolo 6* della Tassonomia, se un prodotto finanziario classificabile come **articolo 8** della SFDR (ossia **promuove caratteristiche ambientali e/o sociali**) si applica quanto riportato nell'articolo 5 della Tassonomia; in questo caso, è inoltre necessario accompagnare le informazioni previste dal Regolamento SFDR con la seguente precisazione:

*«Il principio "non arrecare un danno significativo"(Do not significant harm, principio DNSH) si applica solo agli investimenti sottostanti il prodotto finanziario che tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.*

*Gli investimenti sottostanti la parte restante del presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.»;*

- secondo *l'articolo 7* della Tassonomia, se un prodotto non è classificabile come articolo 8 o 9, è necessario accompagnare le informazioni previste dal Regolamento SFDR con la seguente precisazione:

*«Gli investimenti sottostanti il presente prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.».*

Sulla base di quanto disposto dal Regolamento Europeo sulla Tassonomia delle attività sostenibili, la disclosure delle informazioni di sostenibilità livello di prodotto (di cui alla tabella precedente) è integrata come segue:

Disclosure delle informazioni di sostenibilità livello di prodotto				
Tipo di prodotto	Cosa	Dove	Quando	Articolo SFDR
Prodotti che hanno obiettivi ambientali allineati alla Tassonomia	% di allineamento degli investimenti alla Tassonomia secondo quanto previsto dalle norme tecniche dell'AEV (draft del 22 ottobre 2021, in attesa di approvazione)	Da gennaio 2023 (approvazione e attuazione degli RTS) sul sito web, informativa precontrattuale e nella rendicontazione periodica		Articolo 8 e 9

Alla luce di ciò, le European Supervisory Authorities (ESAs) hanno predisposto una proposta di revisione della bozza di Regulatory Technical Standards, pubblicata e tra-

smessa alla Commissione il 22 ottobre 2021. La nuova bozza dei RTS definisce quindi nuove regole di disclosure sull'allineamento alla Tassonomia dei prodotti finanziari che hanno come obiettivo investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale (prodotti definibili come sottoinsieme di quelli classificabili come art. 8 o art. 9 della SFDR).

La relazione finale contiene la proposta di includere, nell'informativa precontrattuale e nelle relazioni periodiche, informazioni che identifichino gli obiettivi ambientali a cui il prodotto contribuisce e mostrino come e in che misura gli investimenti del prodotto siano allineati alla Tassonomia; A tale scopo si prevedono due meccanismi:

- i. l'introduzione di due grafici che mostrano l'allineamento alla Tassonomia dell'UE degli investimenti del prodotto finanziario basati su una metodologia specifica che calcola tale allineamento;
- ii. l'introduzione di un'opinione fornita da un revisore o comunque da una terza parte, avente per oggetto il fatto che le attività economiche finanziate dal prodotto, che si qualificano come sostenibili dal punto di vista ambientale, siano conformi ai criteri dettagliati del Regolamento sulla Tassonomia.

La Commissione Europea ha informato il Parlamento e il Consiglio europeo che intende incorporare tutti i RTS - vale a dire quelli presentati alla Commissione nel febbraio 2021 e quelli trattati nella suddetta relazione finale - in un unico strumento ("Single Rule-book").

L'entrata in vigore degli RTS, originariamente prevista per il 1° gennaio 2022, è stata posticipata già due volte: 1° luglio 2022 e 1° gennaio 2023 (stato attuale).

In conclusione, la strada intrapresa a livello europeo è chiara e chiama il settore finanziario "a svolgere un ruolo di primo piano" nella promozione di uno sviluppo sostenibile, con significativi impatti (e relative opportunità) su tutto il mondo delle imprese.

### ■ 6.2.3 Tassonomia delle attività sostenibili (Regolamento UE 2020/852)

Tra le varie problematiche sulla sostenibilità, nel corso degli ultimi anni, si è assistito a un fenomeno di "greenwashing", ossia alcuni soggetti hanno presentato attività come sostenibili quando in realtà non lo erano. L'esigenza di limitare tale rischio e incentivare gli investitori a orientarsi verso investimenti davvero sostenibili ha indotto sempre più il legislatore europeo ad interventi legislativi che avessero al centro il perseguimento della crescita sostenibile.

In questo ampio contesto di transizione verso un'economia sostenibile si inserisce il Regolamento UE 2020/852 (Taxonomy Regulation – TR), il quale ha introdotto nel sistema normativo europeo la Tassonomia delle attività economiche eco-compatibili.

La Tassonomia UE individua la lista e le caratteristiche tecniche delle attività economiche che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale perché in grado di perseguire i sei obiettivi ambientali stabiliti dall'Unione Europea:

1. mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. adattamento ai cambiamenti climatici;
3. uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;

4. transizione verso un'economia circolare;
5. prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
6. protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

L'introduzione della Tassonomia UE contribuirà a fornire agli investitori, alle imprese e alle istituzioni pubbliche un linguaggio comune di metriche di eco-sostenibilità, in particolare rappresenta un riferimento per:

- **le imprese:** per valutare le proprie attività, definire politiche aziendali in ottica di maggiore sostenibilità ambientale e per rendicontare agli stakeholder in modo più completo e comparabile;
- **gli investitori:** per integrare i temi di sostenibilità nelle politiche di investimento e per comprendere l'impatto ambientale delle attività economiche nelle quali investono o potrebbero investire;
- **le istituzioni Pubbliche:** per migliorare le proprie politiche di transizione ecologica.

I benefici derivanti da una classificazione universale sono molteplici:

- **per le Imprese:** disponibilità di uno strumento metodologico condiviso, rafforzamento del vantaggio competitivo, maggior accesso ai capitali e a minor costo;
- **per gli investitori:** valutare le performance delle aziende in ottica di medio lungo termine identificando quelle che possono generare un vantaggio competitivo.

Il Regolamento 2020/852 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 22 giugno 2020 ed entrato in vigore il 12 luglio 2020. L'articolo 8 del citato Regolamento prevede che le imprese soggette alla Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (NFRD e successivamente CSRD) pubblichino informazioni sull'allineamento delle attività alla Tassonomia. **Al Regolamento 2020/852 sono seguiti Atti Delegati che hanno definito criteri tecnici da utilizzare per le valutazioni e la rappresentazione degli indicatori richiesti.** In particolare, il primo Atto Delegato sulle attività sostenibili per gli obiettivi di adattamento ai cambiamenti climatici e di mitigazione è stato approvato il 21 aprile 2021 e formalmente adottato il 4 giugno 2021.

Il 6 luglio 2021 la Commissione Europea ha pubblicato la versione definitiva del primo Atto Delegato che integra l'articolo 8 del Regolamento che dettaglia i contenuti, le tempistiche e le modalità con cui queste informazioni devono essere pubblicate.

Il processo per identificare se un'attività economica contribuisce in maniera sostanziale agli obiettivi ambientali definiti prevede alcuni step principali:

- **verifica dell'eleggibilità:** le attività "*taxonomy-eligible*" sono quelle attività potenzialmente sostenibili, che rientrano nella lista di attività elencate dalla Tassonomia all'interno degli Atti Delegati;
- **verifica dell'allineamento:** le attività "*taxonomy – aligned*" sono quelle attività eleggibili che rispettano tutti i requisiti previsti dalla normativa ossia:
  - **rispondenza ai criteri tecnici:** le attività economiche eleggibili devono avere caratteristiche che rispettano i criteri di vaglio tecnico fissati dagli Atti Delegati e previsti per ciascuna specifica attività;

- **Do Not Significant Harm:** le attività economiche eleggibili non devono arrecare danni significativi agli altri obiettivi ambientali, tenendo conto dell'impatto sia a lungo che a breve termine;
- **rispetto delle Social Minimum Safeguards:** le attività economiche eleggibili devono rispettare le garanzie sociali minime di salvaguardia definite da linee guida e standard internazionali, quali linee guida Ocse destinate alle imprese multinazionali e i Principi guida delle Nazioni Unite su Imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro.

I nuovi obblighi informativi entreranno in vigore attraverso una pluralità di fasi applicative, le DNF pubblicate nell'anno solare 2022 presenteranno un contenuto informativo ridotto, rispetto alla piena applicazione della disciplina. In particolare:

- le imprese finanziarie e non finanziarie che ricadono nell'ambito normativo devono rendicontare all'interno della propria Dichiarazione Non Finanziaria l'eleggibilità delle loro attività (non ancora del loro allineamento) rispetto agli obiettivi ambientali attualmente disciplinati già a partire dal 2022 con riferimento all'esercizio 2021;
- gli obblighi relativi alla rendicontazione delle attività allineate, invece, differiscono a seconda che il soggetto obbligato sia impresa *finanziaria* o *non finanziaria*. Le prime saranno obbligate a pubblicare tale informazione dal 1° gennaio 2023 (per l'anno 2022), mentre le seconde dal 1° gennaio 2024 (per l'anno 2023).

Gli atti delegati specificano il contenuto, la metodologia e la forma di presentazione delle informazioni che le imprese finanziarie e non finanziarie devono pubblicare con riguardo alla proporzione di attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale rispetto al totale delle loro attività commerciali, dei loro investimenti e dei loro prestiti.

La Tassonomia Europea è una normativa in divenire e il Legislatore ha già previsto che sarà oggetto di aggiornamenti e integrazioni.

Nel contempo, l'Unione Europea sta lavorando alla CSR Directive che prevederà l'**ampliamento** dei soggetti attualmente obbligati alla redazione dell'informativa non finanziaria assieme all'aggiornato corpo di principi per la redazione del report di sostenibilità.

#### ■ 6.2.4 Renewed Sustainable Finance Strategy

Il 6 luglio 2021, la Commissione Europea ha adottato la sua nuova strategia per rendere più sostenibile il sistema finanziario dell'Unione Europea, la **Renewed Sustainable Finance Strategy**. La nuova strategia delinea una serie di misure per affrontare i cambiamenti climatici e altre sfide ambientali, **umentando allo stesso tempo gli investimenti e l'inclusività delle piccole e medie imprese** nella transizione dell'Unione Europea (nel seguito anche solo "UE") verso un'economia sostenibile.

È possibile riassumere la nuova visione strategica dell'UE in sei linee d'azione:

1. ampliare gli strumenti di finanza sostenibile esistenti per **facilitare l'accesso ai finanziamenti di transizione**;
2. migliorare l'**inclusività delle piccole e medie imprese e dei consumatori**, fornendo strumenti e incentivi per accedere ai finanziamenti di transizione;
3. migliorare la **resilienza** del sistema economico e finanziario **ai rischi ESG**;
4. **augmentare il contributo del settore finanziario** alla sostenibilità;
5. garantire l'**integrità del sistema finanziario** dell'UE e monitorare la sua transizione ordinata verso la sostenibilità;
6. sviluppare iniziative e standard internazionali di finanza sostenibile e sostenere i paesi partner dell'UE.

### ■ 6.3 Classificazione del portafoglio da parte degli intermediari finanziari e merito creditizio

L'European Banking Authority (Eba) ha diffuso un documento di consultazione relativo all'**implementing technical standards** (ITS) in cui indica i requisiti di trasparenza a cui gli intermediari devono attenersi nella redazione dell'informativa finanziaria con riferimento ai rischi ESG dei prodotti. Consultazione che si colloca a pieno titolo all'interno del III pilastro degli standard di Basilea III. A tal fine, è utile evidenziare una primissima interessante innovazione rappresentata dall'introduzione del **green asset ratio (GAR)**, ovvero di un KPI in grado di misurare l'implementazione delle strategie di sostenibilità all'interno dei piani industriali degli intermediari finanziari, in coerenza con quelli che risultano essere gli obiettivi di sostenibilità da traguardare nel prossimo futuro.

Un secondo chiaro segnale di quanto queste tematiche siano oggetto di particolare attenzione da parte delle banche si riscontra nella emanazione delle nuove linee guida afferenti la concessione e il monitoraggio del credito "**Guidelines on loan origination and monitoring**" (LOM). Tale pubblicazione, per la parte che attiene il presente approfondimento, introduce il primo vero elemento di convergenza tra istituzioni finanziarie e imprese sostenibili. L'analisi dei rischi ESG, infatti, inizia ad andare oltre quello che è il perimetro del business model della banca, contagiando positivamente anche le politiche di allocazione del credito nei confronti della clientela.

Oltre a rafforzare la trasparenza delle comunicazioni e nell'informativa finanziaria, il Legislatore ha inteso indirizzare le politiche di impiego delle banche verso investimenti sostenibili implementando a giusto titolo un monitoraggio dei rischi che guardi con rinnovata attenzione gli effetti derivanti ad esempio dal depauperamento delle risorse naturali e dai cambiamenti climatici.

Ed ecco, quindi, che la politica degli impieghi delle banche è condizionata anche dalla valutazione attenta del modello di business dell'impresa richiedente: l'analisi e la valutazione in termini di sostenibilità degli impatti, tanto dell'investimento sottoposto a valutazione, quanto dell'impresa nel suo complesso, iniziano a influenzare il merito creditizio in un processo considerato da tutti oramai irreversibile.

Gli ESG diventano catalizzatore di finanza a favore di imprese virtuose e di investimenti sostenibili, intesi come volano di sviluppo in grado di generare ricchezza senza compromettere la capacità delle future generazioni di soddisfare i propri bisogni. Si profilano all'orizzonte, pertanto, nuove politiche di *loan origination*, affiancate da nuovi sistemi di *monitoring* innovativi, in quanto ai tradizionali KPI di misurazione della capacità di onorare il credito erogato si affianca, ma non si sostituisce, l'analisi e la misurazione dell'impatto socio ambientale dell'investimento.

Gli effetti di questo cambio di paradigma sono già evidenti in un'offerta commerciale di prodotti finanziari che declinano la sostenibilità in varie forme. Un meccanismo premiante a favore delle imprese che investono sul miglioramento delle proprie esposizioni rispetto ai rischi sociali ed ambientali rappresenta un "acceleratore di benessere sociale" in grado di favorire la convergenza di tutti gli operatori verso il raggiungimento degli impegni assunti con l'Agenda 2030.

Da ciò deriva che il merito creditizio della clientela subisce positivamente gli effetti delle scelte e delle opzioni che puntano al benessere di lungo periodo. Scelte che investono:

- su un modello di business dell'impresa che vada oltre il concetto del mero profitto economico;
- sulla trasparenza e sulla reputazione mediante l'adozione di forme di rendicontazione allargate ai temi non finanziari;
- su investimenti che puntino a ridurre le esternalità negative sulle persone e sull'ambiente.

Con riferimento a tale aspetto le banche, forti dell'impulso legislativo europeo, stanno impiegando ampie risorse nell'assoluta consapevolezza che un'impresa sostenibile è in grado di mantenere fede agli impegni assunti, creando valore condiviso per tutti gli stakeholder.

Tale **politica selettiva del credito**, unitamente ad una maggiore consapevolezza dei nuovi modelli di business, consente oggi un sistema premiante in grado, sempre più spesso, di generare effetti positivi sul costo del denaro, attraverso un meccanismo virtuoso tale per cui il raggiungimento degli impegni sociali o ambientali assunti dall'impresa influisce positivamente sulla riduzione dei tassi di interesse relativo al finanziamento erogato. Da ciò deriva che un modello di business pensato per produrre benefici a medio lungo termine è in grado di impattare positivamente le dinamiche economiche e reddituali dell'impresa a partire proprio dal breve periodo.

Come sottolineato, emerge il ruolo di indirizzo e supporto che gli operatori finanziari sono chiamati a svolgere nei confronti delle imprese virtuose che convergono verso obiettivi comuni di compliance ai requisiti ESG.

Sarà interessante, nel futuro prossimo, misurare l'impatto che le tematiche ESG avranno sulle scelte strategiche degli operatori finanziari: le politiche di risk management adottate, il posizionamento sul mercato, la valutazione del merito creditizio della propria clientela e i conseguenti impatti sui delicati equilibri rischio-rendimento degli impieghi.

## ■ 6.4 Tassonomia delle attività sostenibili e opportunità per le imprese

Il “*Green Deal* europeo” rappresenta la strategia di crescita per i prossimi trent’anni adottata, come indicato in apertura del presente capitolo, attraverso il Piano di Azione Europeo per la Finanza Sostenibile dall’Unione Europea, per raggiungere l’obiettivo di diventare il primo continente ad impatto climatico zero.

La Tassonomia, come visto, introducendo un sistema unificato di classificazione delle attività per massimizzare i flussi finanziari destinati ad attività sostenibili nel territorio dell’Unione, consentirà agli investitori di indirizzare gli investimenti in tecnologie e imprese più sostenibili, individuando i progetti e le attività economiche in base alle ricadute che gli stessi hanno sul clima e sull’ambiente. Si tratta di standard di trasparenza e misurazione, basati su risultanze scientifiche, indirizzati alle imprese, agli investitori e al mondo politico. La finalità dichiarata è quella di garantire un’adeguata sicurezza per gli investitori, proteggere i risparmiatori dall’ecologismo di facciata<sup>13</sup> e aiutare le imprese a diventare più rispettose del pianeta. In altri termini, la Tassonomia è una classificazione che permette di misurare i risultati climatici e ambientali al fine di attrarre investimenti.

La Tassonomia introduce obblighi informativi in relazione alla quota di attività sostenibili esercitate e che risultano allineate alle indicazioni europee. Questo strumento consentirà alle imprese di pianificare il proprio percorso di miglioramento in chiave di sostenibilità climatica e ambientale e, contemporaneamente, raccogliere le risorse monetarie necessarie per questa transizione. Le società finanziarie potranno impiegare la Tassonomia per definire prodotti sostenibili sotto il profilo ambientale, da proporre al mercato.

In relazione agli aspetti tecnici è stato istituito un tavolo di lavoro denominato *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG), un gruppo di esperti incaricati di fornire le proprie raccomandazioni, riguardo alle nuove normative per una finanza sostenibile e, più precisamente, individuare le attività economiche in grado di contribuire a raggiungere l’obiettivo emissioni zero entro il 2050 e i relativi criteri di selezione.

Il risultato è un documento intitolato “*Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*”. Questo documento classifica i principali settori economici in base alla loro capacità di mitigare o di adattarsi ai cambiamenti climatici, secondo le tre seguenti categorie:

- a) attività già sostenibili (*low carbon*);
- b) attività inquinanti, ma di cui non si può fare a meno, a cui si chiede uno sforzo di miglioramento (*transition* verso un’economia ad emissioni zero ma che ancora non si possono definire zero carbon);
- c) attività che sono utili alle precedenti (*enabling*), che consentono, quindi, ad altre di avere performance *low carbon* o una significativa riduzione delle emissioni.

---

<sup>13</sup> Per ecologismo o ambientalismo di facciata si intende la pratica di costruzione di un’immagine istituzionale falsamente positiva, finalizzata a celare le ricadute negative sull’ambiente delle proprie attività.

Il documento prodotto dal TEG contiene, inoltre, l'individuazione dei settori che producono la maggior parte delle emissioni di CO<sub>2</sub> sul territorio europeo; l'indicazione delle attività che possono contribuire in maniera sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici, riducendo le emissioni di CO<sub>2</sub>; i criteri tecnici di selezione, basati su principi (perché un'attività contribuisce alla mitigazione dei cambiamenti climatici), metriche (come misurare il miglioramento della performance) e soglie, per cui le attività economiche possono essere considerate sostenibili.

Al fine di facilitare l'utente a districarsi tra le varie voci della Tassonomia, la Commissione ha creato uno strumento informatico, la **EU Taxonomy Compass**, “bussola della Tassonomia”. Lo strumento consente agli utenti di verificare quali attività siano incluse nella Tassonomia dell'UE, a quali obiettivi contribuiscono e quali siano i criteri che devono soddisfare. La bussola della Tassonomia mira, inoltre, a semplificare l'integrazione dei criteri citati con i database aziendali ed altri sistemi IT.

Esistono alcuni limiti al Regolamento sulla Tassonomia, infatti, non sono previsti i criteri “*brown*”, quelli che individuano le attività inquinanti e l'assenza di significativa traccia di criteri sociali.

In relazione ai settori individuati dal Regolamento Europeo sulla Tassonomia per le attività Sostenibili, l'Italia evidenzia uno scarso valore aggiunto delle proprie aziende. Questo aspetto è confermato da una ricerca sugli impatti sull'economia reale della Tassonomia, condotta da Cerved<sup>14</sup>. Tale condizione può rappresentare un'opportunità, proprio nell'ottica della transizione ecologica in corso. Basti pensare che, solo nel settore energetico, sono circa duecentomila le società che dovranno aderire al processo di riqualificazione, finalizzato a produrre con modalità più sostenibili e rispettose per l'ambiente. Questo processo avrà anche interessanti ricadute a livello sociale, grazie alla creazione di nuove opportunità di lavoro e di crescita per l'intero sistema paese. Anche in settori tradizionali e a forte impatto ambientale, come quello della lavorazione e trasformazione dei metalli, il processo di ristrutturazione da affrontare per poter essere conformi alle previsioni della Tassonomia richiederà una revisione, in chiave sostenibile, dei siti e delle tecniche produttive. Saranno individuati come punti di riferimento quelle realtà in grado di agire minimizzando la produzione di anidride carbonica e, solo quelle aziende in grado di uniformarsi a questo livello di emissioni, saranno considerate verdi, secondo le previsioni europee. Inoltre, il Regolamento stimola la diffusione di tecnologie altamente sostenibili, creando una positiva rincorsa al ribasso delle emissioni, attraverso una revisione costante delle soglie di riferimento.

L'introduzione della Tassonomia rappresenta una bussola per orientare gli stakeholder verso quelle attività che favoriscono la conservazione del pianeta e la mitigazione del cambiamento climatico. Allo stesso tempo, indirizza gli investimenti privati verso quelle imprese che saranno oggetto di incentivi, finalizzati a favorire la transizione ecologica.

<sup>14</sup> EU Taxonomy for Sustainable Activities. Applicazione all'Economia Reale. Cerved 2020.

I soggetti coinvolti direttamente dal Regolamento sono quindi le imprese e gli investitori, mentre quelli che ne beneficeranno indirettamente sono tutti gli **stakeholder** delle aziende stesse. Le imprese soggette agli obblighi di rendicontazione non finanziaria, grazie alla Tassonomia, disporranno di utili indicatori di riferimento da utilizzare come parametro per le proprie attività di reportistica. Di conseguenza, le pubbliche amministrazioni potranno integrare gli indicatori previsti dalla Tassonomia nella definizione delle proprie politiche industriali e di incentivazione al settore privato. Gli investitori potranno valutare i prodotti offerti dal mercato, attraverso parametri oggettivi, confrontabili e comparabili.

L'esistenza e la diffusione di sistemi integrati di imprese, come quelli che caratterizzano i vari distretti europei, comporta che l'adozione del Regolamento sulla Tassonomia sostenibile provocherà una serie di ricadute anche sulle imprese di minori dimensioni, non tenute alla rendicontazione non finanziaria. Le PMI che forniscono prodotti e servizi ad aziende di grandi dimensioni saranno integrate nei processi di reportistica dei propri clienti e, pertanto, dovranno adeguarsi ai nuovi standard, al fine di poter mantenere il proprio ruolo di fornitori.

L'adeguamento a standard di sostenibilità e la conseguente attività di rendicontazione non devono essere visti come oneri ma come attività che porteranno indubbi vantaggi anche ai soggetti coinvolti indirettamente. Di seguito alcuni dei benefici conseguenti all'attività di divulgazione dei report non finanziari:

- il miglioramento del dialogo con i propri stakeholder;
- la consapevolezza e la successiva valutazione delle conseguenze della propria attività sull'ambiente e sul pianeta;
- l'aggiunta di qualità alla comunicazione interna ed esterna con la conseguente qualificazione dell'immagine aziendale e l'acquisizione di consenso;
- il supporto alle scelte del vertice aziendale, grazie a un approfondito livello di indagine e di conoscenza, conseguente all'approccio integrato a livello economico, sociale e ambientale;
- la valorizzazione strategica a supporto della gestione e la riduzione dei costi operativi;
- una migliore conoscenza dei rischi interni ed esterni e il relativo contenimento;
- l'identificazione tempestiva di opportunità e minacce.

Nell'ottica della Tassonomia, le imprese che, pur non soggette al Regolamento, si orienteranno sulla strada della sostenibilità, saranno in grado di attrarre risorse pubbliche e private destinate alla transizione ecologica.

Chiaramente questo processo porta con sé alcuni rischi, sia per chi deciderà di prendervi parte su base volontaria, sia per chi sceglierà di rimanerne fuori. L'adesione, sia essa su base normativa o volontaria, comporterà la necessità di produrre report e indicatori di sostenibilità altamente veritieri e tecnicamente adeguati, al fine di prevenire il rischio di ecologismo di facciata, c.d. greenwashing. Infatti, parallelamente alla diffusione dei principi della sostenibilità e delle connesse norme, molti paesi si stanno attivan-

do per tutelare cittadini e imprese dalle comunicazioni ingannevoli. Per quelle aziende non soggette agli obblighi previsti dal Regolamento sulla Tassonomia, che decideranno liberamente di non adeguarsi potrebbe sorgere il rischio di esclusione dal mercato, anche alla luce dei recenti interventi di finanza pubblica, mirati a supportare solo le aziende più sostenibili.

Operativamente, il percorso di trasformazione in chiave sostenibile dei processi e dell'organizzazione aziendale, dovrà seguire un preciso schema, al fine di massimizzarne l'efficacia e i ritorni. Il punto di partenza coinvolge la strategia e il vertice aziendale, al fine di una effettiva attivazione di processi di miglioramento. Solo all'esito di questo percorso sarà possibile dedicarsi all'attività di rendicontazione. Di seguito un elenco più dettagliato delle fasi operative, finalizzate alla realizzazione di un processo aziendale di miglioramento in chiave sostenibile:

1. identificare il profilo dell'impresa al fine di avere a disposizione le informazioni più aggiornate;
2. individuare le aree di rischio in ambito economico, sociale e ambientale;
3. fissare degli obiettivi di lungo periodo per il contenimento del rischio;
4. redigere una strategia di sostenibilità;
5. svolgere tutte le attività formative necessarie per diffondere i principi di sostenibilità a tutti i livelli aziendali e per far conoscere il piano di sostenibilità aziendale;
6. eseguire le azioni concrete previste dalla strategia di sostenibilità;
7. rendicontare quanto fatto e quanto ancora da fare;
8. valutare gli scostamenti rispetto agli obiettivi prefissati e gli eventuali correttivi da apportare.

Solo dopo aver completato la fase di autovalutazione in chiave sostenibile, sarà possibile procedere all'avvicinamento alla Tassonomia, seguendo le fasi di seguito indicate:

1. confrontare le attività aziendali con le attività riportate nel Regolamento sulla Tassonomia;
2. individuare le direttive e le norme pertinenti per il proprio settore;
3. stabilire un quadro per valutare le proprie attività in base ai criteri forniti dal Regolamento;
4. effettuare la valutazione delle attività aziendali;
5. stilare un report di valutazione.

Le fasi 1, 2 e 3 possono essere svolte solo occorrendo cambiamenti significativi a livello aziendale e/o a livello normativo, mentre le fasi 4 e 5, quelle di valutazione, richiedono una cadenza almeno annuale.

## ■ 6.5 Tassonomia delle attività sostenibili e opportunità per i professionisti

In un contesto di profondo cambiamento quale quello descritto nelle pagine precedenti, nell'ambito della nostra professione è necessaria una visione di insieme, un approccio culturale integrato.

La nostra professione nel contesto *sustainable finance* può dare il suo contributo operativo nei seguenti ambiti:

- *disclosure* e valutazione di variabili di sostenibilità sociale e ambientale nella predisposizione del *reporting* nelle diverse tipologie di organizzazioni, *profit* e *non profit*, del sistema economico;
- analisi ed elaborazione di principi e metodologie ai fini della predisposizione del *sustainability reporting* e del *non-financial reporting*;
- analisi ed elaborazione di principi per lo svolgimento dell'attività di asseverazione dei processi di corporate e *sustainability reporting* e dei relativi strumenti di *disclosure*;
- approfondimento dei *sustainability issues* nell'esercizio dell'attività di controllo.

L'art. 1, comma 3, lett. o) del D.Lgs. n. 139/2005 attribuisce al Dottore Commercialista una competenza professionale specifica in materia di redazione e asseverazione delle informative ambientali, sociali e di sostenibilità delle imprese e degli enti pubblici e privati.

Il Dottore Commercialista è, quindi, il riferimento professionale per i processi di governo, di controllo e di rendicontazione dell'agire delle organizzazioni secondo i criteri ESG (Environmental, Social, Governance), offrendo consulenza specialistica in tema di strategia aziendale, organizzazione, politica della qualità e valutazione del rischio.

Il Commercialista, ai sensi della normativa civilistica e delle discipline specifiche, può essere, altresì, nominato organo di controllo e, in quanto tale, chiamato a verificare e attestare la rendicontazione di sostenibilità.

Come evidenziato nel paragrafo precedente, il percorso di miglioramento dell'impresa sul piano della sostenibilità necessita di un impegno da parte della Governance. Il Commercialista può e deve stimolare la Governance delle aziende nel riconoscere come prioritari tanto gli obiettivi finanziari quanto gli obiettivi di sostenibilità, strutturando un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi in ottica integrata. Per ottenere ciò sarà necessario nelle aziende investire in un cambiamento culturale coinvolgendo i vari stakeholders e comunicare la sostenibilità a tutti gli attori coinvolti.

Negli ultimi due anni, il crescente connubio che esiste tra il tema della responsabilità aziendale e i principi **ESG** sta trasformando l'impegno etico e morale delle imprese verso l'ambiente, la società e l'**etica gestionale** in un vero e proprio asset in grado di incidere direttamente sui risultati di business delle aziende stesse e di determinarne il valore.

Per le imprese, pertanto, diventa strategica la scelta di stabilire il proprio posizionamento reputazionale nel mercato per raggiungere e consolidare quella legittimazione sociale di cui si necessita per la creazione di un'immagine credibile ed affidabile e per la stabilità dei rapporti e la generazione di valore economico d'impresa.

Fra gli strumenti presenti nel panorama normativo attuale, capaci di migliorare la reputazione dell'impresa, vi sono il **rating di legalità** e **D.Lgs. n. 231/2001**: il primo è un sistema premiante che consente alle aziende di ottenere benefici sia nei rapporti con Pubblica amministrazione che con gli istituti di credito, il secondo rappresenta un in-

sieme di regole, procedure e modalità operative che definiscono un sistema organizzativo, di gestione e controllo interno di un'azienda che mira ad impedire o prevenire la commissione dei reati sanzionati dal D.Lgs. n. 231/2001 da parte degli amministratori o dipendenti.

Un ruolo cruciale del Dottore Commercialista è quello svolto nell'ambito delle funzioni nell'Organismo di vigilanza, ovvero vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli organizzativi, di curare il loro aggiornamento anche in un'ottica di ESG. Con la riforma del diritto societario del 2003 che ha elevato i principi di corretta amministrazione a clausola generale di comportamento degli amministratori appare evidente come i modelli organizzativi ex D.Lgs. n. 231/2001 siano ormai ascritti sistematicamente a quelle norme del diritto societario (artt. 2381, commi 3 e 5, 2403, 2086 c.c. dopo riforma della crisi d'impresa) che sanciscono il principio di "adeguatezza nel governo societario". L'adozione del modello 231, infatti, si fonda in maniera consistente su principi più generali di corporate governance e di risk assessment, in una specifica ottica 231. e con un "approccio integrato al rischio".

Un ambito ancora da sviluppare nelle professioni è quello legato alla **misurazione e valutazione dell'impatto**, sempre più necessaria e richiesta dagli investitori e dagli istituti bancari nella valutazione del merito creditizio. Per le imprese sostenibili che intendono attrarre gli investimenti del settore finanziario farà la differenza, per superare i rischi legati al green washing, impact washing e/o social washing, la redazione di un report d'impatto per dare evidenza dei risultati raggiunti in ambito sociale, ambientale, culturale.

Generare un impatto positivo e misurabile diventa parte integrante dell'attività di impresa, offrendo un vantaggio competitivo per attrarre gli investimenti del settore finanziario interessato sempre più alle aziende sostenibili. Una disclosure degli impatti sociali e ambientali che si basi su dati qualitativi e quantitativi permette di dimostrare l'effettiva corrispondenza dell'agire dell'impresa ai criteri ESG individuati dall'investitore.

La professione, infine, può svolgere attività di grande rilievo nell'ambito della **consulenza strategica** ai soggetti che intendano avvalersi di strumenti di **sustainable finance**<sup>15</sup>. Risultano centrali le competenze professionali sviluppate con riguardo all'analisi dei mercati finanziari e all'applicazione dei principi procedurali e metodologici e risultano altresì essenziali le competenze maturate con riguardo al *reporting* e, in generale, alla *disclosure* relativa ai progetti cui tali strumenti (Green Bond e Social Bond in *primis*) sono connessi. Le conoscenze e le sensibilità nella valutazione, le capacità di *risk assessment* e *risk management* di variabili ESG, anche nell'ottica di allineamento alla definizione di "successo sostenibile" proposta dal nuovo Codice di *Corporate Governan-*

---

<sup>15</sup> Finanza sostenibile e fattori "ESG": stato dell'arte, sviluppi futuri e opportunità, Fondazione Nazionale Commercialisti.

ce di Borsa italiana, sembrano imprescindibili nella pianificazione di strategie di finanziamento di lungo periodo articolate in funzione di tali strumenti finanziari.

Nella visione di sistema, infine – con riguardo alla trasparenza della *disclosure* dei soggetti coinvolti – e nell’ambito delle attività volte alla tutela dell’interesse pubblico, i Commercialisti possono contribuire in maniera decisiva alla diffusione e all’utilizzo di Green Bond, Social Bond e altri strumenti di finanza sostenibile, svolgendo così un ruolo fondamentale per la creazione di una vera e propria “cultura della sostenibilità”, che guidi le aziende in un processo di creazione di valore sempre più allargato a tutti gli stakeholders.