



di Cristiano Grosa

La maggior parte dei settori dell'economia italiana subirà un forte impatto a seguito del *lockdown* e della lenta ripresa successiva; le ultime stime convergono su una variazione negativa del PIL 2020 dell'ordine del 9%, solo parzialmente compensata dalla ripresa nel 2021 vista tra il 4 e il 6%. Le prime stime sulla produzione industriale del bimestre marzo-aprile 2020 indicano un calo nel bimestre superiore al 50% rispetto all'anno precedente, che non sarà recuperato con una cosiddetta ripresa "a V", per numerosi motivi legati all'offerta (calo di produttività delle imprese), al commercio internazionale (supply chain "ingessate" e Paesi ancora in *lockdown*), alla domanda (aumento della disoccupazione e del risparmio precauzionale delle famiglie). In aggiunta, questa volta numerosi comparti dei servizi subiranno un impatto ancora più forte rispetto all'industria, a causa del blocco del turismo, che pesa attorno al 13% del PIL, e al *lockdown* prolungato di ristorazione, bar, spettacoli e sport. Ci dobbiamo preparare a un lungo periodo di difficoltà dell'economia e delle imprese di ogni dimensione.

L'impatto immediato della perdita di ricavi delle imprese è sulla liquidità: molti costi hanno elasticità ridotta al volume di affari (affitti, utenze, contratti di manutenzione, personale dipendente, ...), mentre i ricavi si azzerano e riprendono lentamente. Lo sbilancio di cassa erode la liquidità delle imprese ed assorbe gli affidamenti, sino a portare le imprese più deboli sull'orlo dell'insolvenza.

Sinora, gli aiuti pubblici per superare la crisi di liquidità, a parte gli slittamenti degli adempimenti fiscali che hanno un orizzonte cortissimo e del tutto insufficiente, sono stati sostanzialmente indirizzati alla estensione della Cassa Integrazione Ordinaria e Straordinaria, e alla garanzia (dal 100% al 90%) su finanziamenti bancari aggiuntivi di importo piuttosto elevato in relazione al fatturato storico. Con il decreto di maggio attualmente in discussione il Governo ha anticipato ulteriori strumenti di sostegno alle imprese in forma di contributi a fondo perduto e in conto capitale, in aggiunta alle garanzie sul debito del decreto 6 aprile (c.d. "decreto liquidità"). Il dibattito è acceso, il confronto politico e con le rappresentanze sindacali e datoriali rallenta le decisioni, mentre occorre agire velocemente per evitare danni insanabili al sistema produttivo. In questo contesto, vogliamo dare un contributo al dibattito su questo tema con la nostra visione di osservatori vicini alla media impresa italiana, spesso imprenditoriale, con i suoi (numerosi) punti di forza e le sue (note) debolezze.

Le garanzie pubbliche sul debito incrementale messe in atto dal Governo con il decreto del 6 aprile sono sulla carta in grado di mobilitare un flusso di finanziamenti enorme (400 €Mld), in teoria più che sufficiente a compensare il deficit di liquidità se non ci sarà la temuta "seconda ondata" dell'epidemia con nuovo *lockdown*¹. Il debito bancario ha il grosso vantaggio per il bilancio dello Stato che non comporta esborsi di cassa immediati e quindi non ha impatto sul deficit pubblico

¹ Si vedano in proposito le simulazioni di Fabiano Schivardi con dati CERVED di 720.000 società di capitali pubblicate su Lavoce.info di marzo e aprile 2020

2020. L'esborso pubblico sarà diluito sui bilanci futuri, quando si manifesteranno i *defalut*, peraltro previsti elevati, superiori al 10% e addirittura intorno al 30% per le piccolissime imprese. Peccato che, come appare oramai evidente, le banche devono comunque erogare i finanziamenti con una normale istruttoria di credito, a causa della copertura parziale del rischio (90% per i finanziamenti > 25.000 €), e dei rischi legali connessi alla attività creditizia, non eliminati dal decreto. Ciò provoca vincoli, rallentamenti, interpretazioni distorte delle regole, e fa ritenere che così come inizialmente pensato lo strumento sarà poco efficace, salvo sostanziali modifiche in fase di conversione. In ogni caso, anche se le imprese coprissero il deficit finanziario da *lockdown* con debito bancario, ne risulterebbero indebolite a causa della durata breve dei finanziamenti garantiti (rimborso in massimo 6 anni), che obbligherebbe a destinare il flusso di cassa dei prossimi anni al rimborso del debito anziché ad investimenti. In molti settori però le esigenze di investimento per la sopravvivenza dell'impresa aumenteranno, a causa dei mutamenti della domanda e dei modelli di business che obbligheranno a riconversioni. Non poter investire sarebbe un rischio mortale per le imprese.

Di qui la necessità di pensare ad altre forme di finanziamento del deficit di cassa derivante dal *lockdown*. Le richieste di finanziamenti a fondo perduto in forma diretta o con crediti di imposta si alzano a gran voce. Anticipazioni su provvedimenti governativi hanno ipotizzato anche l'intervento pubblico diretto o indiretto (attraverso CdP o fondi istituzionali) nel capitale delle imprese superiori a una certa dimensione, inizialmente ipotizzando una forma di controllo pubblico sugli indirizzi strategici delle imprese finanziate. La sollevazione di Confindustria contro nuove forme di controllo statale ha obbligato il Governo alla retromarcia sui vincoli di governance. Le proposte concrete emergeranno in questi giorni dal confronto tra i partiti e le parti sociali. Quello che è certo è che i vincoli di bilancio dello Stato italiano, recentemente ricordati a seguito della sentenza della Corte Costituzionale tedesca che chiede alla BCE di non sconfinare dal suo mandato di politica monetaria, impongono di trovare forme di intervento statale che amplifichino l'impatto del denaro pubblico con un "effetto leva" in grado di mobilitare anche forme di finanziamento privato. Questa volta però è necessario trovare forme con impatto forte e immediato, per incoraggiare un apporto finanziario a titolo di capitale per le imprese medio-grandi di vero impatto. Ne va della sopravvivenza di una parte importante del nostro apparato produttivo, e quindi della conservazione del nostro PIL potenziale, cosa non avvenuta con la scorsa crisi del 2009-11 che ci ha impoverito severamente.

Esaminiamo sotto il duplice profilo dell'effetto leva e della rapidità di impatto alcune proposte sinora emerse.

Il credito di imposta proporzionale agli aumenti di capitale dei soci privati, sul modello degli incentivi per investimenti in start-up innovative, a beneficio dei soci (persone fisiche o giuridiche) ed eventualmente girabile alle imprese finanziate è una idea a nostro avviso molto valida: i benefici sono rapidi se il credito di imposta è utilizzabile per qualsiasi versamento fiscale e contributivo, ha il vantaggio di incentivare fortemente imprenditori e nuovi soci a mobilitare loro risorse, e consente una automatica selezione delle imprese meritevoli. Gli imprenditori, si dice in gergo, metterebbero "*skin in the game*", a dimostrazione che credono nell'impresa.

I benefici fiscali per investimenti in nuove forme di risparmio gestito destinate a sostenere le medie imprese non quotate, sul modello dei PIR, ma appunto destinate a investimenti illiquidi in società non quotate, sono altamente raccomandabili per indirizzare parte dell'abbondante risparmio privato e di investitori istituzionali a sostegno delle imprese italiane, ma necessitano di più tempo per essere organizzate e indirizzate. Incentivo efficace, ma più orientato al medio periodo.

La “super ACE” proposta dal dr. Di Tanno², ovvero imposte sul reddito della società ridotte per la quota a remunerazione del nuovo capitale immesso, eventualmente affiancata da benefici fiscali anche in capo ai soci investitori, è auspicabile ma ha il difetto che rinvia il beneficio al momento della realizzazione di utili futuri, quindi non è uno strumento con impatto immediato.

Benefici fiscali a sostegno di operazioni di M&A tra imprese italiane in forma di credito di imposta potrebbero essere una efficace variante alla prima proposta, nel caso in cui i soci attuali non avessero sufficienti risorse liquide da investire, ma trovassero comunque il modo di rafforzare finanziariamente l’impresa con un progetto industriale di ampio respiro destinato a portare sinergie di costo e commerciali. E si andrebbe nella direzione di contrastare il “nanismo” delle nostre imprese, uno dei freni maggiori alla produttività della nostra economia, come dimostrato da uno studio GEA presentato al convegno “Eccellenze di Impresa” a ottobre 2019 e più recentemente da Enrico D’Elia su Lavoce.info di febbraio 2020.

Infine, la proposta di creare fondi di investimento finanziati da investitori istituzionali e CdP destinati a investire in partecipazioni di minoranza di imprese medio grandi³ è certamente valida, ma sempre con una prospettiva non immediata.

In sintesi quindi sarà bene non puntare a una espansione della partecipazione diretta dello Stato nell’economia delle medie imprese italiane, sia perché sarebbe ingestibile un ruolo di *governance* da parte dello Stato stesso dato il numero delle imprese coinvolte, sia perché occorre fare leva in modo importante sul risparmio delle famiglie imprenditoriali e dei piccoli risparmiatori, moltiplicando l’impatto di ordini di grandezza rispetto al contributo statale e favorendo allineamenti di interesse al successo e sviluppo futuro delle imprese. Gli imprenditori devono fare la loro parte prendendo in considerazione aperture di capitale a soci esterni e/o operazioni di fusione, e adeguando di conseguenza gli stili di gestione e la *governance*. E i risparmiatori / investitori istituzionali devono considerare l’investimento di lungo termine nell’economia reale, che, per chi crede nelle forze migliori del Paese, è preferibile all’investimento in titoli pubblici, non foss’altro perché la destinazione dei fondi è più sotto controllo. Si salta un livello di intermediazione, e si riduce l’impatto sul deficit dello Stato.

GEA ha il piacere di condividere riflessioni ed esperienze basate sul lavoro che sta svolgendo in questi momenti di criticità tramite la casella di posta elettronica covid19@gea.it.

Cristiano Grosa, è partner di GEA e si occupa di Amministrazione, Finanza e Controllo.

² Si veda il contributo di Tommaso di Tanno su Lavoce.info di aprile 2020

³ Proposta da Innocenzo Cipolletta per Assonime