

ANNO LXXXIX - 2022 NUOVA SERIE A - N. 73,1-2-3-4

# STVDI VRBINATI

DI SCIENZE GIURIDICHE, POLITICHE ED ECONOMICHE



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI URBINO

# STVDI VRBINATI

Rivista trimestrale di Scienze Giuridiche, Politiche ed Economiche

## INDICE-SOMMARIO del fascicolo 1-2-3-4

INTRODUZIONE	5
IN RICORDO DI ROBERTA RINALDI	7
TOMMASO ARRIGO, <i>Il contratto di rete per le PMI</i>	9
ERNESTO-MARCO BAGAROTTO, <i>La famiglia e la riforma dell'IRPEF</i>	27
FRANCESCA MARIA CESARONI, <i>Le imprese familiari e la sfida del COVID</i>	45
GIANGIACOMO D'ANGELO, <i>I redditi da attività agricole connesse: per una lettura del requisito della prevalenza in termini anche qualitativi</i>	63
LORENZO DEL FEDERICO, <i>La riforma dell'Irpef tra crisi del sistema ed abbandono dei modelli teorici: note a margine dei lavori parlamentari della XVIII legislatura</i>	91
PAOLO LIBERATI, <i>Problemi di equità orizzontale e verticale nell'imposta personale sul reddito</i>	119
GIUSEPPE MARINI, LIVIA SALVINI, <i>Tassazione di genere, lavoro femminile e delega fiscale</i>	135
ANDREA MONDINI, <i>Spunti critici sulla tassazione dei redditi di lavoro nel progetto di riforma tributaria della XVIII Legislatura</i>	167
PAOLO POLIDORI, DESIREE TEOBALDELLI, <i>Effetti redistributivi e possibili scenari futuri della riforma dell'Irpef e dell'assegno unico universale</i>	197
ELISABETTA RIGHINI, <i>Le PMI e la crisi sanitaria del 2020: profili finanziari</i>	217
FILIPPO RICCI, <i>Il trust quale strumento di passaggio generazionale: problematiche fiscali</i>	259
FRANCESCA STRADINI, <i>La fiscalità del passaggio generazionale delle PMI: problematiche e prospettive</i>	275
PAOLO PASCUCCI, <i>L'organizzazione del lavoro delle piccole e medie imprese dopo la pandemia</i>	287

**Direttore scientifico:** Marco Cangiotti

**Direttore responsabile:** Anna Tonelli

**Comitato direttivo:** Ulrico Agnati, Paolo Polidori, Cesare Silla

**Comitato scientifico:** Andrea Aguti, Gian Italo Bischi, Alessandro Bondi, Licia Califano, Piera Campanella, Antonio Cantaro, Luigino Ceccarini, Francesca Maria Cesaroni, Massimo Ciambotti, Laura Di Bona, Ilvo Diamanti, Andrea Giussani, Matteo Gnes, Rossella Laurendi, Andrea Lovato, Fabio Musso, Paolo Pascucci, Igor Pellicciari, Tonino Pencarelli, Elisabetta Righini, Giuseppe Travaglini, Elena Viganò

**Redazione:** Monica De Simone (coordinamento), Maria Luisa Biccari, Edoardo Alberto Rossi

**Direzione e redazione:** Dipartimento di Economia, Società, Politica (DESP), via Saffi 42, Urbino - Dipartimento di Giurisprudenza (DIGIUR), via Matteotti 1, Urbino

Autorizzazione presso il Tribunale di Urbino del 22 Settembre 1950 n. 24

La pubblicazione della rivista ha avuto inizio dal 1927

**Stampa:** Maggioli Spa - Santarcangelo di Romagna (RN)

ANNO LXXXIX - 2022

NUOVA SERIE A - N. 73,1-2-3-4

# STVDI VRBINATI

DI SCIENZE GIURIDICHE, POLITICHE ED ECONOMICHE



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI URBINO



ELISABETTA RIGHINI

*Le pmi e la crisi sanitaria del 2020: profili finanziari*

ABSTRACT

- ✓ L'emergenza sanitaria provocata dalla pandemia Covid-19 ha influito negativamente sulla condizione economica, finanziaria e patrimoniale delle imprese italiane, ancora non pienamente ripresi dallo *shock* determinato dalla precedente crisi del 2008/2009. Le pmi sono state le imprese più colpite dalla crisi pandemica, anche perché maggiormente coinvolte in quei settori economici più fortemente interessati dai *lockdown* e dalle misure restrittive. Ciò ha determinato nell'immediato una grave crisi di liquidità per molte pmi, che solo gli interventi governativi, mediante contributi pubblici o agevolazioni per il ricorso al credito, hanno potuto contenere. Il maggior ricorso all'indebitamento, da parte delle pmi italiane, ne ha tuttavia deteriorato l'equilibrio finanziario complessivo, rendendo più difficile ottenere i capitali necessari per la ripartenza. Questo processo richiede infatti investimenti per un percorso di riorganizzazione aziendale basato sulla digitalizzazione, l'innovazione tecnologica e ambientale, la crescita di dimensione e di scala e l'internazionalizzazione. A tale scopo, le pmi potranno contare sulla consolidata relazione privilegiata col il sistema bancario, a cui è richiesto non solo il tradizionale supporto finanziario, ma anche un contributo di tipo operativo e consulenziale. Tuttavia tale apporto non potrà essere sufficiente a garantire tutti gli investimenti a medio-lungo termine necessari per sostenere il citato processo di riorganizzazione, e sarà pertanto opportuno che le pmi italiane si rivolgano verso il mercato dei capitali e forme alternative di investimento, per ampliare il ventaglio delle risorse finanziarie disponibili. In questo senso il Piano della Commissione dell'Unione Europea del settembre 2020 sulla creazione di un Mercato Unico dei Capitali rappresenta un'importante occasione per aprire alle pmi europee la strada verso un'evoluzione che permetta loro di ripartire e meglio competere sui mercati globali, eliminando i tradizionali fattori di debolezza che le caratterizzano.
  
- ✓ *The health emergency caused by Covid-19 had a negative impact on the economic, financial and capital condition of Italian companies, still not fully recovered*

*from the shock caused by the financial crisis of 2008/2009. SMEs were the companies most affected by the pandemic crisis, also because they were most involved in those economic sectors most heavily affected by lockdowns and restrictive measures. This immediately led to a serious liquidity crisis for many SMEs, which only government interventions, through public contributions and credit facilities, were able to contain. However, the greater recourse to debt by Italian SMEs has deteriorated their overall financial equilibrium, making it more difficult for them to find the capital necessary for a restart. In fact, this process requires investments for a corporate reorganization process based on digitalization, technological and environmental innovation, growth in size and scale and internationalization. To this end, SMEs will be able to count on the consolidated relationship with the banking system, from which not only traditional financial support is required, but also an operational and consultancy contribution. However, this contribution cannot be sufficient to guarantee all the medium-long term investments necessary to support the aforementioned reorganizational process, and it will therefore be appropriate for Italian SMEs to turn to the capital market and alternative forms of investment to expand the range of financial resources available. In this sense, the European Union Commission's plan of September 2020 for the creation of the European Capital Market Union represents an important opportunity for European SMEs towards an evolution that allows them to restart and better compete on global markets, eliminating the traditional factors of weakness that characterize them.*

#### PAROLE CHIAVE

pmi, finanziamento, banche, Mercato Unico dei Capitali, Covid-19.

#### KEY WORDS

SMEs, financing, banks, Capital Markets Union, Covid-19.

ELISABETTA RIGHINI

*LE PMI E LA CRISI SANITARIA DEL 2020:  
PROFILI FINANZIARI*

Sommario: 1. La condizione delle piccole e medie imprese prima e dopo la crisi del 2020. – 2. Gli interventi governativi a favore dell'economia nel periodo pandemico: sostegni, ristori e capitalizzazioni. – 3. Analisi delle misure adottate. – 4. Gli effetti per le pmi dell'attuazione del *Recovery Plan*: le misure per le imprese inserite nel PNRR dal Governo. – 5. Pmi, crisi e ripartenza. – 6. Le azioni e le strategie delle imprese dopo la pandemia. – 7. Digitale, *green*, resilienza, *business continuity* e rafforzamento patrimoniale: le principali sfide per le pmi. – 8. Il ruolo delle banche nel sostegno alle pmi durante e *post* pandemia. – 9. Il finanziamento della piccola e media impresa in Europa e la *Capital Markets Union*. – 10. Le misure della Commissione per la realizzazione della Unione del Mercato dei Capitali. – 11. Conclusioni

**1. La condizione delle piccole e medie imprese prima e dopo la crisi del 2020**

L'emergenza sanitaria provocata dalla pandemia da Covid-19 ha determinato il sorgere della più grave crisi economica a livello mondiale, dopo la Grande Depressione del 1929, tanto è vero che solo l'anno 1944 ha segnato, a livello macroeconomico, *performance* peggiori di quelle del 2020.

All'interno di questo contesto di difficoltà economica a livello globale, le statistiche hanno dimostrato, secondo quanto appurato dal Rapporto Cerved sulle pmi del 2020, che nel 2019 le pmi italiane, poco prima dello scoppiare di questa nuova crisi, non avevano ancora recuperato i livelli di marginalità del 2007 (perduti a seguito della precedente crisi finanziaria del 2008/2009), anche se si segnalava un miglioramento negli indici di patrimonializzazione e solidità finanziaria delle imprese in questione. Il decennio precedente era stato infatti caratterizzato da una ripresa lenta e parziale rispetto a tale crisi, così da determinare un recupero limitato dei risultati certificati dai conti economici anteriori alla crisi citata. A rendere il sistema economico italiano meno fragile e più resiliente rispetto alle crisi precedenti

contribuivano tuttavia gli indici di sostenibilità finanziaria, nel 2019 in più forte recupero rispetto a quelli di redditività<sup>1</sup>.

A rafforzare la sostenibilità delle posizioni debitorie delle imprese aveva contribuito infatti il positivo e più deciso andamento del processo di patrimonializzazione delle pmi, che aveva inciso favorevolmente in abbinamento con il minor peso dei debiti finanziari, legato anche ai bassi tassi di interesse caratteristici del periodo, garantiti dalle manovre di sostegno all'economia delle autorità monetarie<sup>2</sup>.

Occorre comunque segnalare che la crisi derivante dallo *shock* pandemico ha prodotto effetti di intensità asimmetrica sui diversi settori dell'economia italiana. Tale intensità è stata infatti condizionata dal grado di esposizione al *lockdown* e alle restrizioni imposte dalle autorità<sup>3</sup>, che hanno riguardato in maniera difforme i diversi settori produttivi e commerciali<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> I dati mostrano che soltanto nel 2019 i ricavi reali delle pmi hanno colmato il *gap* con il 2007 (+2%), mentre la redditività lorda è ancora stagnante con un margine operativo bloccato sugli stessi livelli del 2013, inferiore di oltre 19 punti percentuali alle condizioni antecedenti la crisi, v. A. ANGELINO, F. BALDA, D. EMILIANI, *Pmi italiane alla prova dal Covid-19*, in *La Voce Info* (4 gennaio 2021).

<sup>2</sup> Rispetto al 2007, infatti, il *leverage* delle pmi risultava quasi dimezzato (dal 115,5 al 61,2%) e gli oneri finanziari esercitavano meno pressione sulle marginalità (dal 22,9 al 12,8%), v. A. ANGELINO, F. BALDA, D. EMILIANI, *Pmi italiane alla prova dal Covid-19* cit.

<sup>3</sup> Secondo le stime del Cerved, circa 20 mila pmi (il 12% del totale) sono state esposte nel 2020 ad una perdita dei ricavi superiore al 25%, con i settori più colpiti in termini di contrazione del fatturato riguardanti le agenzie di viaggio (-51,3%) e gli alberghi (-47,1%), i trasporti aerei (-50,8%) e la ristorazione (-33,8%), anche se alcuni settori avrebbero potuto al contrario avvantaggiarsi dalla liquidità derivante da mancati pagamenti.

Per un'ulteriore analisi dell'impatto negativo della pandemia sulle imprese italiane v. E. CARLETTI, T. OLIVIERO, M. PAGANO, L. PELIZZON, M.G. SUBRAHMANYAN, *The Covid-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-level Evidence from Italy*, in CEPR Discussion Papers 14831 (2020) 3. Secondo tale analisi, infatti, il 18,1% delle piccole imprese ed il 14,3% delle medie imprese italiane si sono ritrovate in situazioni di difficoltà a seguito della crisi pandemica, mentre solo il 6,4% delle grandi imprese avrebbe subito conseguenze economiche negative.

<sup>4</sup> Una rassegna dei principali provvedimenti restrittivi adottati nel corso del 2020 è reperibile in M. CECCHETTI, *Le limitazioni alla libertà di iniziativa economica privata durante l'emergenza*, in *Rivista AIC* (2020), 59 ss., [www.rivistaaic.it](http://www.rivistaaic.it). V. anche, sulla normativa adottata in via emergenziale, A. ALGOSTINO, *Costituzionalismo e distopia nella pandemia di Covid-19 tra fonti dell'emergenza e (s) bilanciamento dei diritti*, in *Costituzionalismo.it* 1 (2021); G. AZZARITI, *L'eccezione e il sovrano. Quando l'emergenza diventa ordinaria amministrazione*, in *Costituzionalismo.it* 2 (2020); M. CALAMO SPECCHIA, *Principio di legalità e stato di necessità al tempo del "COVID-19"*, in *Osservatorio Costituzionale Rivista AIC* 3 (2020); A. D'ANDREA, *L'emergenza sanitaria e il ruolo del Governo: qualche preoccupazione costituzionale senza difattismo*, in *Questione Giustizia* 3 (2020); M. DE NES, *Emergenza Covid-19 e bilanciamento*

In particolar modo, la circostanza che una parte consistente del giro di affari delle pmi, operanti nei settori maggiormente toccati dalla pandemia, sia stata ridotta in maniera importante dalle restrizioni dovute alle misure sanitarie e di contenimento dei contagi, ha prodotto per queste specifiche imprese effetti negativi, che si sono riverberati, tra la prima e la seconda parte del 2020, sulla gestione del credito e della liquidità aziendale. Ciò ha determinato un conseguente vertiginoso aumento dei mancati pagamenti da parte delle imprese in questione<sup>5</sup>.

Ovviamente, la condizione di incertezza determinata dalla crisi ha inciso pesantemente anche sull'apertura di nuove imprese, comportando una riduzione di un quinto della nascita di nuove attività imprenditoriali in Italia nei primi otto mesi del 2020, rispetto allo stesso periodo del 2019<sup>6</sup>.

Più globalmente, nel 2020, secondo l'analisi dell'Ufficio Studi di Confcommercio del marzo 2021 (*Scenario economico* 24 marzo 2021), si è rilevata una perdita complessiva del pil di 160 miliardi e una riduzione di quasi 130 miliardi dei consumi (-11,8% rispetto al 2019). Ciò è stato determinato dalla netta riduzione del reddito disponibile per i consumatori e le famiglie, a cui si è aggiunto un incremento della tendenza al risparmio, in via precauzionale e al fine di arginare la crescente incertezza circa il futuro in ambito economico. Gli effetti di tali fenomeni sono stati poi a loro volta intensificati dalla forte riduzione delle possibilità di effettuare acquisti, a causa dei *lock-*

---

*di diritti costituzionali: quale spazio per la legalità sostanziale*, in *BioLaw Journal – Rivista di BioDiritto* 3 (2020); U. DE SIERVO, *Il contenimento di Covid-19: interpretazioni e Costituzione*, Modena 2021; P. IGNAZI, N. URBINATI, *Contagio e libertà*, Roma-Bari 2020; A. LUCARELLI, *Costituzione, fonti del diritto ed emergenza sanitaria*, in *Rivista AIC* 2 (2020); M. LUCIANI, *Il sistema delle fonti del diritto alla prova dell'emergenza*, in *Rivista AIC* 2 (2020); V. ONIDA, *Costituzione e coronavirus. La democrazia nel tempo dell'emergenza*, Milano 2020; C. PINELLI, *Un sistema parallelo. Decreti-legge e ordinanze d'urgenza nell'esperienza italiana*, in *Diritto pubblico* 2 (2009); G. SILVESTRI, *Covid-19 e Costituzione*, in *Unicost.eu* 4 (2020); F. SORRENTINO, *Riflessioni minime sull'emergenza Coronavirus*, in *Costituzionalismo.it* 1 (2020); C. TRIPODINA, *La Costituzione al tempo del coronavirus*, in *Costituzionalismo.it* 1 (2020).

<sup>5</sup> Aumento del valore delle fatture non saldate su quelle in scadenza o scadute, di quasi il 45% a maggio e superiore al 70% per le 20 mila imprese colpite da una riduzione dei ricavi oltre il 25%, con punte di oltre l'80%, ancora a settembre, per alcuni settori più colpiti come le agenzie di viaggio.

<sup>6</sup> Dall'Ufficio Studi di Confcommercio del marzo 2021 (*CONFCOMMERCIO, Scenario economico*, 24 marzo 2020) sono state stimate circa 300mila imprese del commercio non alimentare e dei servizi in meno (saldo tra aperture e chiusure), di cui circa 240mila esclusivamente a causa della pandemia, oltre a 200mila attività professionali uscite dal mercato

*down* e delle conseguenti restrizioni alle attività economiche e alla facoltà di circolazione dei cittadini.

Come si è detto in precedenza, l'emergenza Covid in Italia ha colpito in misura differente i diversi settori economici: in particolare fra quelli più danneggiati dobbiamo ricordare le filiere del turismo, della ristorazione e tutto il comparto della cultura e del tempo libero (comprendente attività artistiche, sportive e di intrattenimento). Anche il commercio al dettaglio ha notevolmente sofferto, soprattutto nel settore dell'abbigliamento, che ha segnalato crolli verticali di fatturato con la conseguente chiusura definitiva di numerosissime imprese<sup>7</sup>.

## **2. Gli interventi governativi a favore dell'economia nel periodo pandemico: sostegni e ristori**

Di fronte a questa drammatica situazione, le misure adottate con l'intervento governativo hanno avuto come finalità immediata quella di salvaguardare il tessuto economico e produttivo italiano. Questo è avvenuto innanzitutto cercando di porre riparo all'emergenza pandemica con l'adozione di misure sanitarie (vaccinazione) di contrasto diretto della malattia. Sotto il profilo prettamente economico il governo è intervenuto attraverso meccanismi di sostegni e ristori, riconosciuti alle imprese rispetto alle perdite subite nel fatturato medio mensile in rapporto a quello del periodo pre-pandemico<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Secondo le stime di Confcommercio di cui alla nota precedente (CONFCOMMERCIO, *Scenario economico* cit.) nel comparto della ristorazione le perdite di fatturato nel 2020 hanno raggiunto i 38 miliardi, con la chiusura di circa 23mila imprese; nella filiera del turismo si è avuta una perdita di valore della produzione di 100 miliardi, il comparto ricettivo ha perso oltre 13 miliardi di fatturato; e il commercio al dettaglio del settore abbigliamento e calzature ha perso 20 miliardi con la chiusura definitiva di 20mila negozi; nel commercio su aree pubbliche i cali ammontavano a circa 10 miliardi con 30mila imprese a rischio chiusura; nel settore degli spettacoli le perdite hanno superato 1 miliardo, di mancati incassi di cinema e spettacoli dal vivo (musica, teatro, lirica, danza); nel settore del gioco pubblico si sono persi circa 5 miliardi di euro di introiti per lo Stato e circa 4 miliardi di ricavi per le imprese di cui circa 70mila a rischio.

<sup>8</sup> Per una prima analisi di questi provvedimenti v. M. IRRERA, *Introduzione*, in ID. (a cura di), *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, Torino 2020, 1; D. ROSSANO, *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in ID. (a cura di), *COVID-19 Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive*, Bari 2020, 70-71; M. COLAFRANCESCO, *Le manovre espansive e le misure di emergenza a fronte della pandemia da Covid-19*, in *Novità fiscali* Ed sp. (2020), 34-42, [www.novita](http://www.novita)

Queste particolari modalità di intervento si sono rivolte soprattutto a favore quei settori in cui, come sopra si è sottolineato, si è concentrata la contrazione di spesa dei consumi (abbigliamento e calzature, trasporti, ricreazione, convivialità, cultura e spettacoli, viaggi e turismo): settori che, fra l'altro, costituiscono quelli più vitali della nostra economia e caratterizzanti la nostra identità nazionale.

Una breve rassegna dei dati disponibili permette di meglio comprendere l'effettiva portata a livello economico delle difficoltà incontrate dalle imprese. Basti pensare che, alla fine del 2020, il fabbisogno di liquidità derivante della crisi determinata dal Covid-19, per le imprese italiane non finanziarie con fatturato annuo fino a 50 milioni di euro e con un numero di dipendenti inferiore alle 250 unità, complessivamente ammontava a 103,2 miliardi di euro.

Tale fabbisogno si è ridotto poi a circa 38,5 miliardi (con una diminuzione del 62,7% del *deficit* potenziale) e con un dimezzamento della percentuale di imprese in crisi di liquidità: dal 42,4% al 22,1%, grazie alle misure adottate nel 2020 dal governo con i decreti "Cura Italia", "Liquidità", "Rilancio", "Ristori", "Ristori *Bis*", "Ristori *Ter*" e "Ristori *Quater*". Essi hanno introdotto vari strumenti di sostegno, come l'estensione della cassa integrazione guadagni, il differimento degli oneri tributari, la moratoria sui prestiti, il sostegno alla struttura dei costi e i trasferimenti a fondo perduto.

Vanno poi considerati anche gli schemi di garanzia pubblica sui finanziamenti, previsti dal Decreto "Liquidità", che hanno permesso una riduzione del *deficit* a 8,8 miliardi di euro.

Questi dati attestano l'efficacia delle misure adottate nell'alleviare nell'immediato l'impatto delle criticità estreme determinate dalla pandemia.

Circa i destinatari delle misure citate, esse hanno riguardato soprattutto le società di persone in regime di contabilità ordinaria (coprendo l'82% del *deficit* potenziale), più che le società di capitali (dove le coperture hanno raggiunto solo il 61% di tale *deficit*). La misura principale di sostegno è

---

tafiscali.supsi.ch (con un'analisi comparata a livello europeo, anche con riferimento alle deroghe alla disciplina comunitaria della concorrenza introdotte di fronte all'emergenza economico-sanitaria dalla Commissione con l'*Action Plan* di cui alla Comunicazione C(2020) 1863 del 19 marzo 2020). Sull'approccio adottato dalle autorità europee v. anche M. DANI, J. MENÉNDEZ, *Le prime risposte dell'Unione Europea alle conseguenze economiche della crisi Covid-19*, in *BioLaw Journal. Rivista di BioDiritto* (2020), 527-539; E. MARCHISIO, *Antitrust comunitario e Covid-19*, in *Analisi Giuridica dell'Economia* 19.2 (2020), 407-439.

stata la moratoria sui debiti, che ha garantito alle imprese risorse per circa 63 miliardi (il 72,5% del totale).

Passando ad un'analisi a livello settoriale, occorre riscontrare che poco meno della metà delle agevolazioni è andata ad imprese non coinvolte direttamente nel *lockdown*, ma ugualmente danneggiate dalla crisi. La restante parte si è rivolta invece alle imprese dei settori del commercio, della manifattura, del turismo e della cultura (come si è visto, particolarmente colpite dalle vicende della pandemia). Le misure sono state inoltre segnatamente rilevanti per le imprese di minori dimensioni, più gravemente toccate dall'emergenza pandemica.

Circa l'efficacia dei provvedimenti adottati, le misure che si sono dimostrate più efficaci nel limitare il fabbisogno di liquidità delle imprese maggiormente danneggiate dalla pandemia sono state: la moratoria sui debiti, i contributi a sostegno delle strutture di costo e i trasferimenti a fondo perduto. Minore efficacia è riscontrabile invece per le misure di sospensione o esenzione delle imposte, che hanno avuto un impatto meno selettivo in quanto generalizzate, cosicché le risorse stanziare sono confluite anche a favore di imprese che non si trovavano realmente in una situazione di carenza di liquidità.

In dettaglio, gli interventi normativi del Governo da ricordare, nel periodo dal mese di marzo 2020 fino al dicembre dello stesso anno, sono stati il Decreto "Cura Italia" (d.l. 17 marzo 2020, n. 18), intervenuto prevalentemente in tema di moratoria sui debiti, cassa integrazione e sospensione delle imposte; il Decreto "Liquidità" (d.l. 8 aprile 2020, n. 23) sul sostegno finanziario delle imprese e la garanzia sui prestiti, e di proroga dei termini di sospensione delle imposte; il Decreto "Rilancio" (d.l. 19 maggio 2020, n. 34) con ulteriori misure di sostegno economico nella forma di contributi a fondo perduto e di sostenimento dei costi fissi, oltre che di ricapitalizzazione delle imprese. Vanno poi ricordati i Decreti "Agosto" (d.l. 14 agosto 2020 n. 104, convertito con la l. 13 ottobre 2020, n. 126) e "Ristori" (d.l. 28 ottobre 2020, n.137) di rafforzamento delle misure già adottate in tema di moratoria sui debiti, cassa integrazione, contributi a fondo perduto, sospensione delle imposte e sostegno al sostenimento dei costi fissi. Infine, sono intervenuti i Decreti "Ristori Bis", "Ristori Ter" e "Ristori Quater" (d.l. 9 novembre 2020, n. 149; d.l. 23 novembre 2020, n. 154; d.l. 30 novembre 2020, n.157), che, oltre ad intensificare ed estendere le misure economiche già precedentemente introdotte, si sono posti in coerenza con il DPCM del 3 novembre 2020 sulla divisione del territorio nazionale in zone gialle, arancioni e rosse, a seconda dell'andamento dei contagi, ai fini dell'adozio-

ne di misure differenziate, restrittive della circolazione e delle attività, per contrastare la diffusione delle infezioni.

Negli anni successivi meritano invece di essere ricordati i decreti “Sostegni” (d.l. 22 marzo 2021, n. 41, convertito con l. 22 maggio 2021, n. 69), “Sostegni *Bis*” (d.l. 25 maggio 2021, n. 73, convertito con l. 23 luglio 2021, n. 106) e “Sostegni *Ter*” (d.l. 7 gennaio 2022, n. 4, convertito con l. 28 marzo 2022, n. 25).

Questi ultimi decreti hanno continuato a prevedere contributi a fondo perduto, per le partite iva e per le imprese dei settori maggiormente colpiti dalla pandemia, moratorie sui prestiti, contributi e crediti di imposta per il sostegno dei costi fissi e altre forme di agevolazioni fiscali, come il differimento o la esenzione del versamento di alcune imposte. Fra le varie misure se ne segnalano anche alcune volte a favorire (tramite la concessione di garanzie pubbliche, crediti d’imposta, agevolazioni fiscali) il finanziamento di progetti di ricerca e sviluppo e programmi di investimento a medio-lungo termine, la patrimonializzazione delle imprese, apporti di capitale da parte di persone fisiche in in *start-up* e pmi innovative.

Questi ultimi provvedimenti vanno ricordati, in quanto segnano il passaggio da una prospettiva meramente emergenziale, ad una volta al rafforzamento patrimoniale e alla riqualificazione strategica e operativa delle imprese italiane, alla luce di una possibile “ripartenza”.

### 3. Analisi delle misure adottate

Passando ora a descrivere singolarmente la natura e le caratteristiche delle principali misure adottate con la citata normativa, vanno sicuramente ricordate le seguenti tipologie di interventi:

#### *Moratoria sui debiti*

Il citato Decreto “Cura Italia” prevedeva, per le micro, piccole e medie imprese, in carenza di liquidità, la possibilità di usufruire di una moratoria *ex lege*, disposta fino al 30 settembre 2020 e prorogata al 31 gennaio 2021 dal Decreto “Agosto”, sui finanziamenti in essere a lungo termine – non deteriorati – come mutui, finanziamenti a rimborso rateale, prestiti non rateali e linee di credito.

#### *Cassa integrazione*

Il Decreto “Cura Italia” prevedeva la possibilità di ricorrere all’applicazione della cassa integrazione dal 23 febbraio al 31 agosto 2020. Il Decreto

“Agosto” contemplava inoltre l’attivazione della cassa per un periodo complessivo di nove settimane, nel periodo tra il 13 luglio ed il 31 dicembre 2020. Il medesimo trattamento veniva successivamente esteso ai mesi di novembre e dicembre con il già ricordato Decreto “Ristori”.

#### *Contributi a fondo perduto*

Il Decreto “Rilancio” aveva previsto, per i titolari di partita iva che esercitassero attività d’impresa e di lavoro autonomo o che fossero titolari di reddito agrario, un contributo a fondo perduto in misura correlata alla diminuzione del fatturato derivante dalle restrizioni per l’emergenza sanitaria<sup>9</sup>.

Il Decreto “Agosto” prevedeva poi l’erogazione di uno specifico contributo a fondo perduto alle imprese che svolgessero attività nel settore della ristorazione, mense e *catering*, con un fatturato medio relativo ai mesi da marzo a giugno 2020 inferiore ai tre quarti rispetto all’anno precedente<sup>10</sup>.

Il Decreto “Ristori” intensificava l’entità di tale beneficio, estendendone l’applicazione per il mese di dicembre 2020 alle imprese con ricavi superiori ai 5 milioni di euro. L’ammontare del contributo si adeguava alle modifiche previste dai successivi Decreti “Ristori *Bis*”, “*Ter*” e “*Quater*”, con l’intento di ampliare ulteriormente le categorie dei soggetti beneficiari, intensificando anche la portata della misura.

#### *Sospensione ed esenzione delle imposte*

I provvedimenti normativi del Governo hanno riguardato anche la sospensione e l’esenzione dal pagamento di varie imposte, con riferimento

---

<sup>9</sup> Tale contributo è stato introdotto per le imprese con fatturato non superiore ai 5 milioni di euro rientranti in due categorie: imprese con un ammontare del fatturato e dei corrispettivi del mese di aprile 2020 inferiore ai due terzi dell’ammontare del fatturato del mese di aprile 2019; imprese aventi domicilio fiscale o sede operativa nel territorio dei comuni colpiti da eventi calamitosi che erano stati dichiarati in stato di emergenza già al 31 gennaio 2020.

Per entrambe le categorie l’ammontare del contributo viene quindi calcolato applicando alla differenza tra l’importo del fatturato del mese di aprile 2020 rispetto al 2019 una diversa percentuale in base alla fascia di ricavi risultanti dal bilancio 2019, con la previsione di un contributo minimo erogabile.

<sup>10</sup> Tale normativa è stata recepita attraverso l’attribuzione del contributo, alle imprese che soddisfacevano i requisiti, per un importo calcolato attraverso la suddivisione pesata dei 600 milioni stanziati dal Governo tra le imprese potenzialmente beneficiarie, includendo tutte le figure giuridiche, a valere sul mese di novembre, con la previsione di un importo minimo di 1.000 euro e massimo di 10.000 euro

precisamente all'imposta sul valore aggiunto, all'imposta regionale sulle attività produttive e all'imposta sui redditi delle società.

#### *Ristori selettivi di alcuni costi fissi*

Una disciplina particolare è stata poi prevista per quanto riguarda il credito d'imposta per i canoni di locazione di immobili a uso non abitativo. Con il già citato Decreto "Rilancio", ripreso in estensione dal successivo Decreto "Agosto", si è previsto, per i soggetti esercenti attività d'impresa, arte o professione con ricavi non superiori a 5 milioni di euro nel 2019, qualora avessero subito una diminuzione del fatturato nei mesi da marzo a maggio di almeno il 50% rispetto allo stesso mese del periodo d'imposta precedente, un credito d'imposta del 60%. Anche il Decreto "Ristori" e il Decreto "Ristori Bis" hanno adottato la stessa impostazione, ma apportando specifiche modifiche per affrontare gli effetti economici peculiari e caratteristici della seconda ondata della pandemia.

Inoltre, il Decreto "Rilancio" prevedeva uno stanziamento di 600 milioni di euro a titolo di ristoro delle spese per le utenze elettriche, configurando una minore uscita finanziaria, distribuita in modo omogeneo su una categoria di 3,7 milioni di imprese, per i mesi di maggio, giugno e luglio.

#### *Accesso al credito: Decreto "Liquidità"*

Fra le misure adottate una delle più importanti da considerare riguarda il sostegno offerto con il Decreto "Liquidità", mediante concessione di garanzia per agevolare l'accesso al credito. Questo strumento si è rivelato particolarmente vitale per le imprese in situazione di crisi di liquidità, causata dal blocco o comunque dal rallentamento della loro attività determinati dalla pandemia<sup>11</sup>.

In particolar modo, la disposizione rilevante è quella di cui all'art. 13

---

<sup>11</sup> Le regole del Decreto in oggetto, sono le seguenti:

1. per importi di finanziamento fino a 25.000 euro, il massimo finanziabile deve essere comunque entro il limite del 25% del fatturato dell'ultimo anno;
2. per le imprese fino a 3,2 milioni di euro di fatturato, e per importi di finanziamento superiori a 25.000 euro, il massimo finanziabile deve essere comunque entro il limite del 25% fatturato dell'ultimo anno;
3. per le imprese oltre i 3,2 milioni di euro di fatturato, e per importi di finanziamento superiori a 25.000 euro, il massimo finanziabile deve essere individuato in alternativa tra il limite del 25% del fatturato dell'ultimo anno ed un valore pari a 2 volte il costo del personale dell'ultimo anno.

del citato d. l. 8 aprile 2020, n. 23 (convertito con la l. 5 giugno 2020, n. 40). Essa amplia la previsione di cui all'art. 49 del d.l. 17 marzo 2020, n. 18, estendendo al cento per cento la copertura offerta dal Fondo di garanzia per le pmi, (previsto dall'art. 2, comma 100, lett. a, l. 23 dicembre 1996, n. 662), per la concessione di nuovi prestiti da parte dei soggetti autorizzati a erogare credito alle pmi, fino all'importo di 30.000 euro, a favore di persone fisiche, danneggiate nella loro attività di esercizio di impresa, arte o professione dall'emergenza Covid-19 e dalle relative misure restrittive.<sup>12</sup>

Successivamente, l'art. 13, comma 1, del decreto "Sostegni *bis*" (d.l. 25 maggio 2021, n. 73) ha leggermente limitato l'ambito di tale garanzia, riducendola per le nuove erogazioni solo al novanta per cento dell'importo finanziato, e prevedendo anche la possibilità di applicare un tasso di interesse diverso da quello stabilito dal d.l. 23/2020. Infatti, il provvedimento da ultimo citato, oltre a prevedere una durata massima del finanziamento non superiore a settantadue mesi, con un periodo di pre-ammortamento di ventiquattro mesi, contemplava la possibilità di applicare un tasso di interesse non superiore al tasso di interesse medio dei titoli pubblici con durata analoga al finanziamento concesso. Tale tasso poteva essere maggiorato dello 0,20%, anche per remunerare i costi di gestione e di istruttoria.

Rispetto a questa misura merita tuttavia ricordare come la stessa abbia dato luogo ad alcune difficoltà interpretative e conseguentemente anche applicative, che ne hanno in parte ridotto la concreta efficacia.

Infatti, secondo l'orientamento prevalente, sia all'interno della dottrina, sia della giurisprudenza, la normativa in questione non può essere interpretata fino a spingersi al riconoscimento di un vero e proprio obbligo a contrarre in capo al finanziatore. Infatti dovrebbe ritenersi sempre sussistente la facoltà del finanziatore stesso di verificare e decidere autonomamente se concedere o meno il credito. Al contrario tale soggetto sarebbe addirittura tenuto ad effettuare una valutazione indipendente del merito creditizio del richiedente, e ciò al fine di garantire il rispetto del principio della sana e prudente gestione degli intermediari creditizi (di cui all'art. 5 tub) e conseguentemente la stabilità dell'intero sistema bancario.<sup>13</sup> Resta peraltro dif-

---

<sup>12</sup> Sul Fondo di garanzia v. L. GAI, F. IELASI, M. C. ARCURI, *Accedere al credito attraverso il fondo centrale di garanzia: la recente riforma e le nuove misure post emergenza COVID-19*, in S. PACCHI, A. PISANESCHI (a cura di), *Finanziamenti e diritto della crisi nell'emergenza*, Torino 2020, 51 ss; E. OLIVIERI, *La riforma del Fondo di Garanzia per le Piccole Medie Imprese. Un difficile equilibrio tra diritto ed esigenze operative*, 31 gennaio 2020, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>13</sup> V. Sul punto Trib. Napoli, 5 agosto 2020, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Eco-*

fusa, anche se fra parte minoritaria di dottrina e giurisprudenza, l'opinione per cui la valutazione di meritevolezza da parte dell'intermediario dovrebbe invece sostanzialmente ridursi a una mera verifica della sussistenza dei requisiti soggettivi ed oggettivi, dettagliatamente previsti dalla normativa che istituisce l'agevolazione in questione<sup>14</sup>.

Infatti, la circostanza che la garanzia pubblica copra la totalità (o pressoché la totalità, nella versione della norma riformulata nel 2021) dell'importo del finanziamento, azzererebbe sostanzialmente il rischio di credito per l'intermediario e quindi il pericolo di incidere sulla sua stabilità e solidità patrimoniale. Ciò consentirebbe di ridurre la verifica nei confronti del richiedente ad un mero accertamento, di carattere formale, della presenza dei requisiti, previsti dalla legge perché il credito stesso venga concesso.

La possibilità, riconosciuta dall'interpretazione per prima citata, di escludere discrezionalmente l'erogazione del credito ai richiedenti, sulla base di un'autonoma valutazione del loro merito creditizio, avrebbe infatti in parte ridotto la portata pratica dello strumento.

Esso si è segnalato, peraltro, come uno dei più efficaci per risolvere il

---

nomia (2020), 124, con nota di D. ROSSANO.; ABF Bari, 17 novembre 2020, 20376, in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it); ABF Milano, 20 novembre 2020, n. 20740, *ivi*; ABF Napoli, 9 dicembre 2020, 22126, *ivi*; ABF Torino, 17 dicembre 2020, n. 22996, *ivi*; ABF Bologna, 21 aprile 2021, n. 9735, *ivi*. In dottrina v. F. CIRAOLO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità, diniego di credito e responsabilità della banca*, in Rivista di Diritto bancario (2021), 320 ss.; A. A. DOLMETTA, *Prospettive e problemi del credito pandemico coperto da garanzia statale*, *ivi* (2020), 259; I. SABBATELLI, *CoViD-19 e merito di credito*, in Nuova giurisprudenza civile Commentata (2020), II, 64; ABF, 21 settembre 2016, n. 8100; ABF, 29 novembre 2013, n. 6182; ABF, 12 dicembre 2011, n. 2683; A. URBANI, *La disciplina delle moratorie e sulle garanzie pubbliche dei finanziamenti bancari tra Covid e post-Covid*, di prossima pubblicazione in Banca, Impresa e società (2022).

<sup>14</sup> ABF Palermo, 28 dicembre 2020, n. 23666, in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it); Trib. Caltanissetta, 8 luglio 2020, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia (2020), 128 ss., con nota di D. ROSSANO, *La valutazione del merito creditizio nel decreto "liquidità": nota a margine di due ordinanze ex art. 700 c.p.c.* In dottrina v. G. AMATO, D. CAMPO, *Le misure a sostegno delle imprese nel Decreto Cura Italia e nel Decreto Liquidità*, maggio 2020, 10, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); T. RUMI, *Merito creditizio e formalismo contrattuale nella disciplina del Decreto Liquidità*, in I Contratti (2020), 463; R. NATOLI, G. MATTARELLA *Il principio dell'insindacabilità della valutazione del merito creditizio alla prova dei miniprestiti emergenziali integralmente coperti da garanzia pubblica (art. 13, c. 1, lett. m, d.l. 23/2020)*, paper presentato alla conferenza annuale dell'AEDBF (Associazione Europea Diritto Bancario e Finanziario) tenutasi a Milano il 26 novembre 2021.

problema della crisi di liquidità, potenzialmente devastante per la sopravvivenza delle imprese, soprattutto nel periodo di emergenza citato.

*Misure di agevolazione e ricapitalizzazione pubblica delle imprese: Decreto “Rilancio” e Decreto “Sostegni Bis”.*

Fra le misure adottate a favore delle pmi durante il periodo emergenziale va ricordato anche il sostegno rivolto alla ricapitalizzazione di questi soggetti, disposto con l’art. 26 del “decreto Rilancio”<sup>15</sup>. Quest’ultimo (oltre a prevedere, all’art. 27, un meccanismo a favore delle s.p.a. con sede in Italia e fatturato superiore a 50 milioni di euro attraverso un fondo pubblico, il “Patrimonio rilancio”, finanziato dal Ministero dell’Economia e gestito da Cassa Depositi e Prestiti (CDP) per interventi di sostegno e rilancio del sistema economico nazionale) ha provveduto anche a introdurre specifiche misure di ricapitalizzazione per le imprese di minore dimensione.

Infatti, per le imprese (escluse quelle dei settori bancario, finanziario e assicurativo) con sede legale in Italia, dipendenti in numero inferiore a 250, e ricavi nel 2019 tra 5 e 50 milioni di euro, ridotti di un terzo nei mesi di marzo e aprile 2020 a causa dell’emergenza Covid e delle sue restrizioni, l’art. 26 citato ha introdotto uno specifico meccanismo di ricapitalizzazione. Ciò è avvenuto, nei confronti dei conferenti, mediante il riconoscimento di un credito di imposta del venti per cento su un conferimento in denaro non superiore a 2 milioni di euro per quota sottoscritta, a favore di persone fisiche e giuridiche che abbiano effettuato tali conferimenti entro il 31 dicembre 2020 (termine poi esteso fino al giugno 2021).

La relativa quota dovrà essere detenuta fino al 31 dicembre 2023 e non dovranno essere effettuate nel periodo distribuzioni di riserve.

Ulteriore beneficio è stato previsto poi a favore delle imprese destinatarie di tali ricapitalizzazioni, a condizione che fossero rispettati particola-

---

<sup>15</sup> D.l. 19 maggio 2020, n. 34, *Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all’economia, nonché di politiche sociali connesse all’emergenza epidemiologica da Covid-19*, convertito con modificazioni dalla l. 17 luglio 2020, n. 77.

Per un commento a questa disciplina v. M. PALMIERI, F. VELLA, *Rilancio: poco tempo per ricapitalizzare le Pmi*, in *lavoce.info*, 27 maggio 2021; M. PALMIERI, *La ricapitalizzazione pubblica delle imprese nel Decreto Rilancio. Luci e ombre di un New Deal post Covid-19*, in *Analisi Giuridica dell’Economia* (2020), 441 ss.; T. DI TANNO, *Decreto Rilancio, per le imprese tanto debito e poco capitale*, in *lavoce.info*, 22 maggio 2020; MEF DIPARTIMENTO DEL TESORO, *Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* (2021), [www.dt.mef.gov.it](http://www.dt.mef.gov.it)

ri requisiti di regolarità fiscale, contributiva, ambientale e urbanistica. Ad esse è stata pertanto riconosciuta la possibilità di avvalersi, per non oltre il trenta per cento dell'importo dell'aumento di capitale, di un credito di imposta pari alla metà delle perdite eccedenti il decimo del patrimonio netto calcolato al lordo delle perdite stesse. In ogni caso tale possibilità è stata riconosciuta nell'ambito dei limiti quantitativi previsti a livello europeo dal Quadro Temporaneo sugli aiuti di Stato (800.000 euro, ovvero 120.000 euro per le imprese operanti nel settore della pesca e dell'acquacoltura o 100.000 euro per le imprese operanti nel settore della produzione primaria di prodotti agricoli)<sup>16</sup>.

Inoltre, per le imprese con ricavi fra 10 e 50 milioni di euro nel 2019, è stato previsto un ulteriore meccanismo che consiste, in caso di aumento di capitale fino a duecentocinquantamila euro, nella possibilità di emettere obbligazioni o titoli di debito subordinati da sottoscrivere da parte di Invitalia (Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo di impresa facente capo al Ministero per l'Economia), mediante il fondo pubblico denominato "Fondo Patrimonio Piccole e Medie Imprese (PMI)". Mediante questa forma di coinvestimento statale, si è inteso di incentivare gli investimenti destinati all'attività operativa (capitale circolante, costi del personale e investimenti per espansione o ammodernamento), favorendosi in particolare quelli nei settori ambientale, dell'innovazione tecnologica e di conservazione dei livelli occupazionali, in tal modo garantendo il rispetto delle finalità sociali di cui all'art. 41 Cost.

Sotto il profilo tecnico, la quantità dei titoli sottoscritti non può superare il minor valore tra il triplo dell'aumento del capitale eseguito e il 12,5 per cento del fatturato dell'anno 2019. Gli strumenti finanziari sono remunerati ad un tasso agevolato nella misura prevista dal *Temporary Framework* europeo<sup>17</sup>. Gli interessi maturano annualmente e sono corrisposti in un'unica soluzione in sede di rimborso. Trattandosi di titoli subordinati, il credito

---

<sup>16</sup> Il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 10 agosto 2020, in G. U. n. 210 del 24 agosto, ha previsto i criteri e le modalità di applicazione del credito d'imposta

<sup>17</sup> Comunicazione della Commissione Europea C(2020)1863 del 19 marzo 2020 (intitolata "Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della Covid-19"), a cui hanno fatto seguito quattro emendamenti alla stessa, con le successive Comunicazioni C(2020)2215 del 3 aprile 2020, C(2020)3156 dell'8 maggio 2020, C(2020)4509 del 29 giugno 2020 e C(2020)7127 del 13 ottobre 2020. Le disposizioni citate in materia di ricapitalizzazione del legislatore italiano si inseriscono all'interno di tale Quadro temporaneo o *Temporary framework*, il cui obiettivo è di consentire agli Stati membri la pos-

al rimborso del Fondo Patrimonio PMI è soddisfatto dopo i crediti chirografari. Non si prevede, tuttavia, una valutazione del merito creditizio per l'accesso ai finanziamenti, con una procedura snella di erogazione dell'investimento.

La durata dell'emissione è di sei anni, con possibilità per l'impresa di rimborso anticipato dopo tre anni. A carico delle imprese beneficiarie sono previsti obblighi informativi e di monitoraggio periodico a favore di Invitalia, al fine di verificare l'andamento dell'investimento e i suoi risultati.

A differenza delle altre misure precedentemente indicate, che si limitano ad affrontare problemi di liquidità delle imprese a carattere temporaneo, l'obiettivo degli istituti di ricapitalizzazione ora indicati è garantire il rafforzamento della struttura patrimoniale delle pmi, tramite l'apporto di capitali privati e il ricorso a finanziamenti pubblici di natura subordinata. Oltre all'immediata liquidità ricavabile in tal modo, la maggiore solidità patrimoniale dell'impresa potrà garantire una migliore capacità operativa e una maggiore facilità di accesso al credito bancario.

Come si è osservato<sup>18</sup>, la tipologia di intervento pubblico nell'economia, tramite strumenti di finanziamento ibridi-quasi partecipativi, manifesta una tendenza, espressasi in particolare modo di fronte a situazioni emergenziali e di crisi, come quella pandemica, di ritorno verso il modello dello Stato imprenditore, la cui efficacia andrà verificata nel tempo all'esito dei risultati ottenuti.

Sempre in tema di rafforzamento del capitale delle imprese, con particolare riferimento agli investimenti in ricerca e innovazione, va ricordato anche l'art. 14 del d.l. "Sostegni *bis*" (d.l. 25 maggio 2021, n. 73, convertito con l. 23 luglio 2021, n. 106), che introduce, a titolo di agevolazione fiscale di carattere temporaneo, l'esenzione dalle imposte su redditi delle persone fisiche (al di fuori dell'esercizio di attività commerciali) sulle plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni in *start up* innovative e pmi innovative, a condizione che tali partecipazioni siano state acquisite mediante sottoscrizione del capitale sociale nel periodo dal 1 giugno 2021 al 31 dicembre 2025 e detenute per almeno tre anni. Allo stesso modo è

---

sibilità di adottare misure di sostegno alle imprese nazionali durante l'emergenza pandemica, derogando, a causa delle circostanze eccezionali, alla normativa sugli aiuti di Stato.

<sup>18</sup> F. SCUTO, *La dimensione sociale della Costituzione economica nel nuovo contesto europeo. Intervento pubblico nell'economia, tutela del risparmio, reddito minimo*, Torino 2022, 62 ss.

prevista la detassazione ai fini delle imposte sui redditi delle plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni societarie, purché acquistate in sede di emissione, qualora entro un anno tali plusvalenze vengano utilizzate per la sottoscrizione di partecipazioni in *start up* innovative o pmi innovative. Anche in questo caso l'agevolazione è riservata alle persone fisiche operanti al di fuori di attività di impresa commerciale e il suo obiettivo è incentivare l'investimento e la capitalizzazione di imprese, fra cui le pmi, che, operando nei settori dell'innovazione, portino avanti progetti ritenuti essenziali per lo sviluppo economico e sociale del Paese, in particolar modo in un periodo di crisi generalizzato come quello determinato dalla pandemia.

Esprimendo un giudizio complessivo e più articolato sull'efficacia delle soluzioni adottate, bisogna innanzitutto rilevare che le misure di sostegno, che abbiamo ricordato, hanno sicuramente permesso alle imprese di ridurre il loro *deficit* di liquidità o, in alcuni casi, di registrare addirittura avanzi positivi della liquidità stessa.

L'efficacia è stata inoltre particolarmente rilevante per le imprese di minori dimensioni, per i ristori di alcuni costi fissi e il contributo a fondo perduto, in quanto ne hanno beneficiato le imprese che si trovavano già in *deficit* di liquidità alla fine dell'anno 2020 o che sarebbero diventate illiquide in assenza di interventi. Si è invece dimostrato più limitato il grado di efficacia delle misure di sospensione o esenzione delle imposte. Infatti esse sono andate a beneficiare anche imprese con una capacità contributiva comunque positiva (nella maggior parte dei casi associata anche a maggiori disponibilità liquide).

Le ricerche<sup>19</sup>, dunque, evidenziano come le misure del Governo siano state efficaci nel sostenere le imprese nel corso del 2020, soprattutto con riferimento a quelle di piccole dimensioni, più gravemente danneggiate dalla crisi sanitaria, indipendentemente dal settore di appartenenza.

In particolare, la moratoria sui debiti, i ristori di alcuni costi fissi e il contributo a fondo perduto si sono rivelati strumenti particolarmente efficaci, sostenendo le imprese effettivamente carenti di liquidità. Meno efficaci e sensibili risultano invece essere state le misure di sospensione o esenzione delle imposte. Esse infatti sono andate a vantaggio anche di imprese che non hanno fatto registrare alcuna difficoltà in termini di liquidità.

---

<sup>19</sup> MEF, DIREZIONE STUDI E RICERCHE ECONOMICO FISCALI, *L'impatto della crisi COVID-19 sul fabbisogno di liquidità delle imprese*, Nota n° 5, 12 febbraio 2021.

In altre parole, una possibile classificazione delle misure secondo la loro efficacia dimostra che gli interventi meno mirati e selettivi, come la sospensione delle imposte, dissipano consistenti risorse rispetto all'obiettivo di ridurre il fabbisogno di liquidità, ciò che determina importanti conseguenze anche in tema di programmazione degli interventi. Al contrario, la moratoria sui debiti, i ristori di alcuni costi fissi e il contributo a fondo perduto sono risultati maggiormente efficaci, nei confronti delle micro, piccole e medie imprese.

È importante richiamare, a questo punto, le indicazioni contenute nel rapporto G30 sulla ristrutturazione delle società di capitali dopo il Covid-19<sup>20</sup>. Il rapporto riconosce che la crisi pandemica ha richiesto una risposta immediata e generalizzata al problema della liquidità, ma evidenzia la necessità di affrontare in modo diverso la fasi successive, in cui la carenza di liquidità può trasformarsi in un più grave problema di solvibilità. In questa fase ulteriore è infatti imprescindibile assicurare che l'intervento pubblico sia selettivo nella scelta delle priorità e dei settori verso cui destinare le misure di incentivazione. In tal modo si potrà garantire la stabilità di tutte le imprese, per supportarne la resilienza, ai fini di uno sviluppo di lungo periodo dell'economia, al contempo non appesantendo ulteriormente di costi la finanza pubblica.

È in proposito importante mettere in evidenza come essenziale per la ripresa economica del Paese e per la resilienza e lo sviluppo delle imprese italiane, soprattutto le pmi, sia rafforzarne la dimensione e la patrimonializzazione, favorendo l'accesso, a tale scopo, al ricorso al mercato come canale alternativo al finanziamento bancario. In materia, si è visto come alcuni dei provvedimenti emergenziali citati abbiano operato sul piano del rafforzamento patrimoniale, anche delle pmi, ricorrendo alla leva dell'agevolazione fiscale o all'investimento pubblico. Al riguardo è un dato ricorrente, nelle varie analisi sui provvedimenti citati, che le imprese che meglio stanno superando gli effetti della crisi pandemica, e di quella precedente del 2008-2009, siano quelle dotate di maggiore capitalizzazione e in grado di approfittare della dimensione di scala. Da questo punto di vista, un elemento di debolezza delle imprese italiane, e ancora di più delle pmi, è la loro difficoltà a porsi in una dimensione evolutiva di carattere anche dimensionale. Questo aspetto, unito alla quasi totale dipendenza dal canale bancario, al fine di reperire

---

<sup>20</sup> M. DRAGHI, R. RAJAN, *Reviving and Restructuring the Corporate Sector post-Covid*, Dicembre 2020, G30.

le risorse necessarie per la loro operatività, ma anche per i loro investimenti, ne accentua il carattere di debolezza e manifesta una fragilità intrinseca del sistema economico italiano.

Vari tentativi sono stati espletati, attraverso diverse modifiche e interventi normativi, al fine di agevolare l'accesso delle pmi al capitale di rischio, anche mediante il ricorso al mercato dei capitali, non sempre con esiti positivi o comunque soddisfacenti. Fra le varie iniziative poste in essere dal legislatore negli ultimi anni, vanno ricordate: l'introduzione di nuove sedi di negoziazione espressamente dedicate alle pmi ("Mercati di crescita per le pmi", di cui all'art. 69 Tuf); la trasformazione tipologica, avvenuta tramite diversi interventi normativi, della s.r.l., sempre più modificata nel senso di consertirne il passaggio da "società chiusa" a "società aperta", parzialmente erodendone la differenziazione rispetto alle caratteristiche tradizionali della s.p.a.; la previsione, a livello europeo di semplificazioni e alleggerimenti nella disciplina dei prospetti e del *market abuse*, al fine di ridurre i costi di quotazione per le pmi. Va inoltre in particolar modo segnalato il ricorso alla leva fiscale per gli investitori, attraverso l'istituzione dei PIR (piani di risparmio individuale): unica misura, questa, fra quelle indicate, che pare distinguersi per il particolare successo ottenuto (a dimostrazione di come, nell'attuale sistema italiano, il ricorso, diretto o indiretto, tramite il trattamento fiscale agevolato, alla contribuzione pubblica rappresenti ancora, forse, il più efficace motore per indirizzare l'attività degli agenti economici)<sup>21</sup>.

In proposito il *Libro Verde* su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*<sup>22</sup> del MEF sottolinea l'importanza di realizzare un rafforzamento dei mercati di capitali in Italia, considerando in particolar modo anche le pmi, che rappresentano la parte più ampia del tessuto imprenditoriale italiano, e agendo nel senso di facilitarne l'accesso ai mercati regolamentati. Ciò, sottolinea il documento, potrà realizzarsi alleggerendo e semplificando le norme in tema di quotazione e i relativi oneri, soprattutto quelli riguardanti i requisiti di ammissione e gli obblighi informativi relativi al prospetto. Appare poi opportuno ridurre l'entità degli oneri per gli emittenti durante il periodo di permanenza della quotazione, come per es. quelli

---

<sup>21</sup> Con riferimento a questi aspetti v. F. VELLA, *Crescere su mercati e piattaforme: le Piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, in Mercato, concorrenza e regole (2019), 251 ss.

<sup>22</sup> MEF DIPARTIMENTO DEL TESORO, *Libro Verde* su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, cit.

relativi agli abusi di mercato e quelli previsti per gli emittenti i titoli diffusi, agevolare le offerte sul mercato secondario e modificare la normativa in tema di strutture azionarie a voto multiplo. Occorrerà inoltre incrementare l'accesso degli investitori, istituzionali e non, sia esteri sia nazionali, ai mercati italiani, favorendo l'investimento nei titoli delle pmi, pur se meno liquidi e quindi maggiormente rischiosi, e introdurre forme di regolazione che permettano la circolazione anche attraverso nuovi strumenti digitali, quali la *blockchain*, di titoli e strumenti finanziari sui mercati. Infine, compito assai più complesso, occorre riformare il quadro generale dell'organizzazione amministrativa e giudiziaria, al fine di garantirne il buon funzionamento e l'efficienza dell'azione, per favorire la fiducia degli investitori nella pronta ed effettiva tutela e attuazione dei loro diritti.

Appare quindi evidente, alla luce di queste considerazioni, che le sfide che si presenteranno alle pmi italiane, per un'effettiva ripresa e il superamento dell'emergenza pandemica, vanno ben oltre il semplice ripristino della liquidità, ma richiedono una riforma strutturale della loro capacità di crescere rafforzandosi patrimonialmente, anche attraverso l'accesso ai mercati regolamentati, superando il tradizionale canale bancario, senza peraltro sottovalutare il ruolo e l'importanza anche di quest'ultimo. Si tratta sostanzialmente della sfida ricorrente che le pmi in Italia si trovano da tempo a dover affrontare, finora senza troppo successo, nonostante gli interventi e le proposte precedentemente ricordati. Sarà allora cruciale verificare se la crisi pandemica possa costituire l'occasione e fornire l'impulso per superare definitivamente questo *impasse*.

#### **4. Gli effetti per le pmi dell'attuazione del *Recovery Plan*: le misure per le imprese inserite nel PNRR dal Governo**

Tra le misure a sostegno delle imprese nel *post Covid-19* non vanno dimenticate le numerose azioni inserite nel *Recovery Plan*, volte a favorire lo sviluppo del tessuto produttivo italiano.

Il PNRR prevede sei Missioni, che mirano a superare gli effetti negativi determinati dalla crisi pandemica, per un rilancio dell'economia italiana che riguardi anche aspetti strutturali. Nell'esaminare le misure e le opportunità per le pmi, all'interno dell'attuale situazione, non si può prescindere pertanto dall'analizzare, per ciascuna di tali Missioni, quali sono gli obiettivi che coinvolgono direttamente le imprese.

In proposito, la Missione 1 (Digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura) rappresenta una misura sicuramente importante per le imprese

e ne facilita la trasformazione digitale. Essa contempla infatti incentivi per l'adozione di tecnologie innovative e competenze digitali nel settore privato, attraverso misure come Transizione 4.0.

Per le imprese dei settori turismo e cultura (come si è visto fra le più colpite negativamente dagli effetti della pandemia) sono rilevanti gli interventi previsti per la valorizzazione dei siti storici e il miglioramento delle strutture turistico-ricettive. La Missione 1 ha inoltre l'obiettivo di potenziare la competitività del settore industriale, agevolando l'internazionalizzazione e la specializzazione delle filiere produttive.

Anche la Missione 2 (relativa alla Rivoluzione verde e transizione ecologica) prevede interventi a favore delle imprese: infatti gli incentivi previsti per l'efficienza energetica di edifici privati e pubblici (come il Superbonus 110%) hanno anche l'obiettivo di sostenere le aziende del settore edile e delle fonti di energia rinnovabili. La Missione comprende inoltre interventi per l'agricoltura sostenibile e per migliorare la capacità di gestione dei rifiuti, oltre a programmi di investimento e ricerca sulle energie rinnovabili e per lo sviluppo delle principali filiere industriali della transizione ecologica e per la mobilità sostenibile.

La Missione 3 (Infrastrutture per una mobilità sostenibile) riguarda nello specifico lo sviluppo di infrastrutture dei trasporti moderne e sostenibili, estese a tutto il territorio nazionale. Essa contempla quindi investimenti nelle linee ferroviarie ad alta velocità, in quelle regionali, nel sistema portuale, comprendendo anche la digitalizzazione della logistica, con effetti non solo sul comparto infrastrutturale, ma anche per le imprese del settore dei trasporti.

La Missione 4 (Istruzione e Ricerca) rafforza la filiera della ricerca e del trasferimento tecnologico, con evidenti ricadute anche sul sistema produttivo nel suo complesso. Anche la Missione 5 (su Inclusione e coesione), facilitando la partecipazione al mercato del lavoro, anche attraverso la formazione e le politiche attive, oltre ad avere effetti sull'inclusione sociale, non potrà non produrre ricadute sul sistema delle imprese. Una particolare attenzione è dedicata all'imprenditoria femminile, con la creazione di un nuovo Fondo impresa donna.

Infine, la Missione 6 (Salute), prevedendo il rinnovamento delle strutture tecnologiche del Servizio Sanitario Nazionale (SSN), con il rafforzamento della rete delle aziende sanitarie locali, potrà produrre ricadute positive anche per le imprese private operanti nei settori riguardanti la salute.

## 5. Pmi, crisi e ripartenza

La crisi, che con la pandemia ha colpito il nostro Paese, ha riguardato, come si è detto più volte, in particolar modo il segmento imprenditoriale prevalente: le piccole e medie imprese (pmi), che rappresentano anche il settore più ampio e consistente dell'economia italiana. Queste imprese, come si è visto, hanno dovuto fronteggiare gli effetti negativi di ordine economico e strutturale, che la crisi ha comportato, appesantite da situazioni di patrimonializzazione e soprattutto di liquidità critiche, incidenti negativamente sulla valutazione del loro merito creditizio e sulla sostenibilità del loro indebitamento.

È stato infatti rilevato che nel Maggio 2020, al termine della Fase 1, la maggior parte delle pmi italiane si trovava in condizioni di estrema difficoltà finanziaria (con un rallentamento delle attività per circa il 60% di esse, e la sospensione totale delle stesse durante il periodo di *lockdown* per un altro 30%. Tale situazione di difficoltà a sua volta comportava un deterioramento della gestione del capitale circolante, con riflessi negativi sulla posizione finanziaria netta)<sup>23</sup>.

In particolare, l'impatto negativo del *lockdown* si è rivelato più forte per più di 1,1 milione di micro-imprese (con 1-9 dipendenti). Infatti il 10,3% di esse ha dovuto interrompere l'operatività e valutare la chiusura. Al contrario, solo il 2,7%, delle 32,6 mila imprese con oltre 250 dipendenti, si è trovato in analoga situazione. A impattare negativamente con lo *shock* derivante dall'emergenza Covid-19 sono state infatti le piccole imprese (con da 10 a 49 dipendenti) e le micro imprese (con dipendenti da 1 a 9), mentre le medio-grandi imprese si sono dimostrate più resilienti<sup>24</sup>.

Solo una piccola parte delle pmi (25%) è riuscita inoltre ad approfittare delle opportunità di riconversione degli impianti per la produzione di prodotti di contrasto della pandemia (come disinfettanti, dispositivi di protezione individuale, etc.) o ha potuto procedere a nuove iniziative di *business*, o infine ha potuto operare in quei settori che non sono stati toccati negativamente dal Covid-19.

---

<sup>23</sup> MONITOR DELOITTE, *How to win in volatile times – Sviluppare strategie a prova di crisi*, 2020, [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/strategy/Articolo\\_How%20to%20win\\_Monitor%20Deloitte.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/strategy/Articolo_How%20to%20win_Monitor%20Deloitte.pdf)

<sup>24</sup> ANPAL, *Impatti dell'emergenza covid-19 sulle imprese e prospettive di ripresa rilevati attraverso il sistema informativo Excelsior Unioncamere* (25 maggio/9 giugno 2020), [https://www.anpal.gov.it/documents/552016/587158/Dossier\\_Excelsior\\_COVID19\\_22072020.pdf/0b85f1f8-d497-ca53-8e7d-70a492aaabd1?t=1595424728850](https://www.anpal.gov.it/documents/552016/587158/Dossier_Excelsior_COVID19_22072020.pdf/0b85f1f8-d497-ca53-8e7d-70a492aaabd1?t=1595424728850)

Rispetto al processo di ripartenza, le aziende (nell'ambito di uno studio della società di ricerca economica Deloitte<sup>25</sup>) hanno inoltre mostrato consapevolezza dell'importanza di tre fondamentali aspetti:

1. La capacità di innovare: facendo evolvere la propria strategia aziendale, rivolgendosi a nuove categorie di clienti, sviluppando nuovi prodotti, adeguando il modello operativo alle nuove esigenze, anche attraverso lo sviluppo di nuove competenze del personale.
2. L'internazionalizzazione e diversificazione, che permettono di cogliere le opportunità di ripresa anche oltre i confini nazionali e riducono il rischio di concentrazione del mercato.
3. Le dimensioni di scala e la solidità patrimoniale: queste condizioni permettono di rafforzare la dimensione aziendale, ribilanciando l'esposizione debitoria verso i terzi, consolidando i debiti e adottando strategie di patrimonializzazione, anche con operazioni straordinarie, per raggiungere una dimensione sufficiente che assicuri resilienza e competitività nel medio-lungo termine.

Anche una ricerca, effettuata da ANPAL su dati Unioncamere fra il 25 maggio e il 9 giugno 2020<sup>26</sup>, ha rilevato che la presenza stabile sui mercati internazionali e la maturità digitale delle imprese si sono dimostrati fondamentali elementi di resilienza nei confronti della crisi e delle chiusure forzate. Infatti, al momento dell'indagine solo il 5,6% delle imprese esportatrici non aveva ancora ripreso l'attività, contro una percentuale quasi doppia di quelle prive di relazioni internazionali stabili e durature. Inoltre, le imprese esportatrici, che avevano superato più agevolmente la crisi, si connotavano per una più forte presenza nelle filiere produttive essenziali, rispetto alle imprese non internazionalizzate.

Fra gli altri elementi vantaggiosi per le imprese esportatrici sono state ricordate dalla citata indagine: la possibilità di ricorrere al lavoro agile ed una maggiore solidità finanziaria. Allo stesso tempo, le imprese più fortemente digitalizzate hanno potuto, avendo già introdotto le relative innovazioni, continuare ad operare nel periodo di *lockdown* da remoto con fornitori e clienti.

Uno dei fattori essenziali nella pandemia, soprattutto nelle prime fasi, per il contenimento della diffusione dell'infezione è stata infatti proprio la

---

<sup>25</sup> MONITOR DELOITTE, *How to win in volatile times – Sviluppare strategie a prova di crisi*, cit.

<sup>26</sup> ANPAL, *Impatti dell'emergenza covid-19 sulle imprese e prospettive di ripresa rilevati attraverso il sistema informativo Excelsior Unioncamere* (25 maggio/9 giugno 2020) cit..

digitalizzazione. Essa ha inoltre permesso di gestire la crisi con nuove modalità, mitigandone le conseguenze economiche. Ciò ha consentito a imprese, lavoratori e consumatori di continuare a operare e ha evitato la paralisi delle attività economiche e dei servizi essenziali. L'aver già attivato piani integrati di digitalizzazione, coinvolgenti tutti gli ambiti della trasformazione digitale, ha rappresentato quindi un indubbio indice di maggiore resilienza nell'affrontare l'emergenza.

## 6. Le azioni e le strategie delle imprese dopo la pandemia

Rispetto alle prospettive della ripartenza, anche in quest'ambito, le imprese operanti sui mercati esteri e maggiormente digitalizzate sono quelle che si sono caratterizzate per una maggiore proattività, prevedendo, rispettivamente per l'89,5% e l'88,5%, interventi pianificati per i successivi sei mesi.

Data l'essenzialità dei requisiti di internazionalizzazione, informatizzazione e aggregazione delle pmi, per sostenere il percorso della ripartenza, è pertanto necessario che sia avviato e rafforzato un processo volto ad intensificare il raggiungimento di tale condizione. In questo percorso, oltre a favorire la necessaria ricapitalizzazione delle pmi italiane, molto importante sarà anche il ruolo che le istituzioni bancarie possono svolgere, non solo come meri finanziatori, ma in una posizione di *partnership* e accompagnamento, fornendo anche supporti di servizio e operativi.

La crisi da Covid-19 è stata infatti la prima crisi economica, successiva alla Seconda Guerra Mondiale, a non essere stata determinata da cause di carattere finanziario. In questo scenario è stato inevitabile affidare da parte delle pubbliche istituzioni un ruolo fondamentale al sistema finanziario, per agevolare la ripartenza con il supporto, questa volta diversamente rispetto ad esperienze passate, dell'opinione pubblica.

Questo processo, facilitato dalla tradizionale relazione tra banche e pmi, caratteristica del sistema italiano, si è connotato in questa fase per un maggior coinvolgimento degli istituti di credito, anche a livello operativo, sfruttando le loro molteplici competenze professionali e toccando temi come il reperimento di nuovi canali commerciali, l'internazionalizzazione, le modalità di utilizzo degli incentivi governativi, la consulenza aziendale su nuovi modelli operativi e tecnologie.

Il generale contesto di incertezza internazionale e domestico, derivante dalla pandemia e acuito dalle successive vicende geopolitiche internazionali, ha pesantemente toccato le pmi italiane, fra le più colpite in assoluto, tanto da contare un terzo delle aziende in situazioni di illiquidità o di difficoltà

finanziaria al termine della Fase 1 e durante la successiva Fase 2 dell'emergenza sanitaria. Tali imprese hanno dovuto quindi, e devono necessariamente cogliere, le opportunità di cambiamento e di evoluzione scaturite dalla crisi, abbandonando i tradizionali modelli di *business*, per crearne dei nuovi.

In particolar modo, i processi innovativi più importanti, come già sottolineato, saranno quelli di digitalizzazione e verso l'adozione di modelli operativi snelli, che garantiscano una maggiore efficienza e consentano di sfruttare i nuovi canali di distribuzione e comunicazione, che continueranno a persistere anche dopo l'emergenza, così come le nuove abitudini di acquisto. Dalla citata indagine Deloitte<sup>27</sup>, emerge che, per la maggioranza delle imprese (62%), la capacità di innovazione è uno degli strumenti essenziali per la propria solidità nell'arco dei prossimi uno o due decenni (quindi anche a lungo termine). Questo, anche se nei processi di digitalizzazione le imprese italiane si collocano fra le ultime in ambito europeo (con il venticinquesimo posto su ventotto), e sono ultime assolute per competenze digitali, con una scarsa propensione verso il commercio elettronico (adottato solo dal 10% delle imprese italiane, contro il 18% europeo).

Il secondo punto ritenuto essenziale riguarda, anche in questo caso come già visto, dimensione e scala, essenziali per sostenere la competitività e la capacità di investire e innovare. Ciò presuppone la necessità di processi di aggregazione come concentrazioni, fusioni, *joint ventures*, intensificando la tendenza già in atto<sup>28</sup>.

L'ultimo elemento fondamentale riconosciuto dalle imprese è identificato nella sostenibilità economica, sociale e ambientale, che viene vista come idonea a garantire un vantaggio competitivo importante. Oltre a ridurre l'impatto negativo sull'ambiente, essa offre infatti anche vantaggi reputazionali, e permette di adottare modelli operativi e organizzativi snelli ed efficienti, che incentivano anche il benessere lavorativo dei dipendenti.

Questi cambiamenti sono stati sicuramente accelerati dalla pandemia, ma erano già richiesti dal mutato contesto competitivo ed economico nazionale e internazionale. Le imprese, pertanto, che già avevano intrapreso questo processo di innovazione si sono quindi rivelate anche quelle che meglio si sono dimostrate in grado di affrontare la condizione di emergenza e di intraprendere la via verso la ripresa, in quanto flessibili, resilienti e digitali.

---

<sup>27</sup> MONITOR DELOITTE, *How to win in volatile times – Sviluppare strategie a prova di crisi*, cit.

<sup>28</sup> L'indice di indebitamento medio (debiti verso terzi/ capitale proprio) delle pmi italiane è calato dal 63,2% del 2009 al 52,9% del 2018.

## 7. Digitale, green, resilienza, *business continuity* e rafforzamento patrimoniale: le principali sfide per le pmi

Le scelte innovative che le pmi dovranno necessariamente compiere, alla luce di quanto sopra sottolineato, hanno comportato e comporteranno comunque per le stesse costi rilevanti, soprattutto dopo le difficoltà determinate dal *lockdown*, quando, come già ricordato, circa il 60% delle imprese italiane ha dovuto rallentare le attività produttive e circa il 30% si è trovato nella necessità di sospenderle completamente. Nonostante le misure di sostegno, e l'importante ruolo da esse svolto e precedentemente ricordato, circa il 70% delle imprese ha incontrato difficoltà finanziarie e di liquidità, soprattutto rispetto ai costi fissi non comprimibili per le spese correnti (come quelle per fornitori e dipendenti). Tale difficoltà è stata determinata dalla riduzione dei flussi finanziari derivanti dai ricavi, con la conseguente necessità di supporto finanziario immediato, anche per affrontare la riapertura.

È stato pertanto inevitabile che le esigenze di cassa abbiano quindi assorbito la maggior parte dei finanziamenti ricevuti in questo frangente. Alcune imprese, tuttavia, sono state capaci anche in queste circostanze di attivare nuove iniziative di *marketing* o di espansione nei mercati internazionali. Altre imprese, in settori di nicchia, hanno potuto addirittura cogliere nuove opportunità di *business* create dalla pandemia, come la riconversione per la produzione di dispositivi di protezione individuale e disinfettanti (fenomeno che si è verificato con più elevati tassi al sud e nelle isole, e nei settori tessile e agroalimentare, e nelle pmi di maggiori dimensioni).

Di fronte alla crisi del 2008, come già ricordato, tre sono stati gli elementi che hanno sostenuto le imprese italiane<sup>29</sup>: la capacità di innovare, l'internazionalizzazione e la diversificazione, le dimensioni di scala e la solidità patrimoniale (con un giusto rapporto tra debito e capitale proprio e liquidità). Questi elementi si presentano cruciali anche oggi.

Il tema dell'internazionalizzazione è già stato citato, insieme a quello della digitalizzazione, che ha grandemente beneficiato dalla condizione particolare determinata dalla crisi pandemica. Le imprese, infatti, sono state costrette dalla situazione, per sopravvivere nella nuova condizione di emergenza, ad incrementare e velocizzare i processi di digitalizzazione, che si sono rivelati spesso strategici. Ciò ha indirizzato le imprese verso soluzioni digitali innovative

---

<sup>29</sup> MONITOR DELOITTE, *How to win in volatile times – Sviluppare strategie a prova di crisi*, cit.

nell'organizzazione del lavoro e nelle relazioni con clienti e fornitori, adottando reti digitali integrate, basate su *cloud*, internet ad alta velocità e tecnologie IoT, ed evidenziando la necessità di nuovi investimenti per l'utilizzo dei *Big Data*, del *marketing* digitale e la personalizzazione di prodotti e servizi<sup>30</sup>.

Oltre a questi aspetti, relativi ad internazionalizzazione ed innovazione tecnologica, più volte sottolineati, è evidentemente essenziale che le imprese si rafforzino nella componente patrimoniale, per acquisire adeguata capacità di resilienza. Infatti, da un lato la liquidità è essenziale per gestire le esigenze immediate, ma solo un'adeguata patrimonializzazione assicura a medio-lungo termine una crescita solida e sostenibile.

In proposito, si è già ricordato<sup>31</sup> l'impegno delle imprese italiane per aumentare la loro liquidità e per il miglioramento degli indici patrimoniali attraverso il riequilibrio del rapporto fra il debito e il capitale proprio. Tuttavia, ancora molto ridotto è il novero delle pmi che fa ricorso ad operazioni straordinarie per aumentare la solidità patrimoniale<sup>32</sup>.

Ancora molto limitato, infatti, è il numero di imprese che ritiene di superare la crisi con strategie di aggregazione aziendale, di riorganizzazione anche tramite nuove assunzioni di competenze e figure professionali, o con nuovi modelli di *business* elaborati in collaborazione con università e centri di ricerca, o procedendo all'internalizzazione di produzioni esternalizzate o col *reshoring* in Italia di attività delocalizzate<sup>33</sup>.

## 8. Il ruolo delle banche nel sostegno alle pmi durante e *post* pandemia

Come si è sopra ricordato, durante l'emergenza Covid, alle banche italiane sono state affidati dalle istituzioni compiti assai importanti di sostegno alle imprese e al sistema economico in generale<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> ANPAL, *Impatti dell'emergenza covid-19 sulle imprese e prospettive di ripresa rilevati attraverso il sistema informativo Excelsior Unioncamere* (25 maggio/9 giugno 2020), cit..

<sup>31</sup> V. anche MONITOR DELOITTE *How to win in volatile times*, cit. La liquidità, al termine del 2018 era in media a 7,3% dell'attivo, contro il dato registrato nel 2009 di 4,7%, e migliorano anche gli indici patrimoniali: il debito su capitale proprio è passato dal 63,2% del 2009 al 52,9% del 2018

<sup>32</sup> V. MONITOR DELOITTE, *How to win in volatile times – Sviluppare strategie a prova di crisi*, cit.

<sup>33</sup> ANPAL, *Impatti dell'emergenza covid-19 sulle imprese e prospettive di ripresa rilevati attraverso il sistema informativo Excelsior Unioncamere* (25 maggio/9 giugno 2020), cit.

<sup>34</sup> Sui provvedimenti delle autorità di vigilanza europee e nazionali nei confronti delle banche durante il periodo pandemico, con riferimento al diverso problema di garantire la

Oltre alle iniziative, adottate nella fase 1 dell'emergenza sull'impulso di provvedimenti governativi, come l'attivazione immediata di moratorie su prestiti, mutui e finanziamenti e l'erogazione di finanziamenti agevolati con garanzia statale da parte del Fondo Centrale, di cui abbiamo già parlato, il sistema bancario si è autonomamente attivato con misure finanziarie straordinarie, adottate a tutela della solvibilità delle imprese (come l'accelerazione delle procedure di pagamento per le pmi e la revisione del modello di servizio e distributivo su base digitale).

Oltre che in ambito strettamente finanziario, le banche hanno anche assistito le imprese con interventi operativi per la continuità aziendale (quali servizi di noleggio e installazione di pc per *smart-working* e nuove procedure di accesso alle filiali).

Dopo la prima fase dell'emergenza, è apparsa sempre più forte la richiesta, da parte delle imprese, di un ruolo delle banche nelle fasi successive come *partner* non solo finanziario, ma anche in grado di offrire supporto operativo. I temi più richiesti riguardano le strategie e i piani di internazionalizzazione, l'ampliamento dei canali commerciali, tramite nuove piattaforme di *e-commerce*, la promozione dei prodotti e servizi aziendali attraverso i canali bancari.

Con riferimento agli aspetti strettamente finanziari, le imprese necessitano delle banche per ottimizzare e consolidare la propria posizione finanziaria, per crediti all'acquisto di attrezzature e macchinari, per investimenti nella revisione del modello di *business*, con nuove linee di prodotto e canali commerciali, e, sotto il profilo operativo, per realizzare nuovi impianti produttivi.

Le imprese si dichiarano inoltre interessate ad ottenere dalle banche anche servizi consulenziali in materia fiscale, sui nuovi modelli operativi, tecnologici e di automazione, e di analisi di mercato.

---

solidità del sistema bancario, anche rispetto ai maggiori rischi derivanti dal compito di sostenere l'economia nell'emergenza pandemica v. D. FOA, *Il ruolo della vigilanza bancaria nel fronteggiare i rischi legati alla pandemia da COVID-19*, in *Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management* (2020), 78-96; L. SCIPIONE, *Aiuti di Stato, crisi bancarie e ruolo dei Fondi di garanzia dei depositanti*, in *Giurisprudenza commerciale* (2020), I 184 ss.; M.T. MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, Pisa 2020, 210; A. MIGLIONICO, *Finanza del debito e crisi pandemica*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia* 1 (2021), 136-153. V. anche EUROPEAN COMMISSION, *Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic*, COM(2020) 822 final, 16 dicembre 2020, [https://ec.europa.eu/finance/docs/law/201216-communication-non-performing-loans\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/law/201216-communication-non-performing-loans_en.pdf). In generale v. F. CAPRIGLIONE, *L'industria finanziaria dopo la pandemia. Il caso Italia*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia* 1 (2021), 1 ss.

Ancora limitato appare invece, come già osservato in precedenza, l'interesse imprese italiane verso l'approdo ai mercati di capitali e alla quotazione di borsa, ma anche per le forme di finanza alternativa, come *equity*<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> F. VELLA, *Crescere su mercati e piattaforme: le Piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, cit.; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giurisprudenza Commerciale* (2022), I, 272-309; L. BOTTI, *Equity crowdfunding, patti di covendita e trascinamento*, ibidem, I, 254 – 271; V. DE STASIO, *Il Crowdfunding*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, Bologna 2020, 2328; F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giurisprudenza commerciale* (2017), I, 237-270; N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano 2020; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Le Nuove leggi civili commentate* (2016), 1; A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra initial coin offerings (Icos) e investment crowdfunding: quali sfide per l'autorità di controllo*, in G. FINOCCHIARO, V. FALCE, *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, Bologna 2019, 17-32; S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1-2 (2021), 31 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Rivista di diritto civile* (2019), II, 509 s.; POLITECNICO DI MILANO, *6° Report italiano sul CrowdInvesting – Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation*, luglio 2021, <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2021/08/reportcrowd2021-1.pdf>; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte «senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile»*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso* Torino 2020; ID., *Equity crowdfunding e s.r.l. aperte. Un cambio di paradigma nel nostro ordinamento*, in *Il diritto dell'economia*, 3(2019), 243-266; E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Rivista di diritto bancario*, 16 (2018), [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it); U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino 2013; A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Il Nuovo Diritto delle Società* 2 (2013), 9 ss.; M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Società* (2013), 818; G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia* (2013), 215 ss; M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Rivista delle società*, (2014), 371; A. CRUCIL, *La disciplina dell'equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative*, ivi (2013), 1058; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa* (2014), 519; V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano 2013, 393; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, relazione presentata al V Congresso annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", dal titolo "L'impresa e il diritto commerciale: innova-

e *debt*<sup>36</sup> *crowdfunding*, *minibond*<sup>37</sup> e *peer-to-peer lending*<sup>38</sup>. Questa diffidenza è diffusa in maniera omogenea, fra imprese di ogni dimensione o settore, anche se è da segnalare una maggiore propensione verso queste nuove forme di finanziamento da parte delle imprese con basso merito creditizio, ciò che può esporre al rischio di *moral hazard*. A differenza delle imprese europee, di quelle britanniche e statunitensi, quelle italiane confermano quindi la loro diffidenza verso il mercato dei capitali e gli intermediari e gli strumenti di finanza alternativa, invece assai diffusi e in crescita nei paesi

---

zione, creazione di valore, salvaguardia dei valori della crisi”, Roma 21-22 febbraio 2014, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni*, relazione presentata al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di diritto commerciale “Orizzonti del diritto commerciale”, dal titolo “L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia dei valori della crisi”, Roma 21-22 febbraio 2014, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); P. ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista di diritto bancario* 3 (2014), *dirittobancario.it*; G. NUNZIANTE, *Il crowdfunding*, *ivi*, 8 (2013); R. CULICCHI, *Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, *ivi*, 7 (2013); E. GIRINO, *Le regole del crowdfunding*, in *Amministrazione & finanza*, 1 (2014), 75; G. GAGLIARDI, A. TONELLA, *Crowdfunding: una nuova frontiera per la raccolta di capitali*, *ivi* (11), 2013, 51, 3; C. S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Law Review* 1 (2012), 10 ss.

<sup>36</sup> A. SCIARRONE Alibrandi, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI (a cura di), *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno della collana FinTech n. 5, Consob, Roma 2019; C. D'AURIA, *Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale*, in *Rivista di diritto bancario* (2014), *dirittobancario.it*.

<sup>37</sup> G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Rivista Bancaria ABI* 6 (2014); A. PALETTA, M. NAPOLI, A. TALAMANCA, *Mini-Bond strumenti finanziari per le piccole e medie imprese*, Roma 2015; R. CULICCHI, J. PUNA, *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i cd Minibonds*, in *Approfondimenti di Diritto Bancario* 16 (2014), *dirittobancario.it*; E. FORCIGNANÒ, C. GHIELMI, *Le innovazioni in materia di finanza aziendale a seguito dei “Decreti Crescita” – i mini-bond e le cambiali finanziarie*, in *Rivista di diritto bancario* (2014), *dirittobancario.it*; V. CANALINI, *I c.d. “mini-bond” e le “nuove” obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del Decreto sviluppo*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate* 2 (2015), 387; P. CARRIÈRE, *I Minibond e le nuove obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Le Società* 2(2014); L. RIZZI, A. PANNIELLO, *I mini bond per le PMI: tra il D.L. 83/2012 e le modifiche al Regolamento Borsa Italiana*, in *Amministrazione & finanza* 7 (2013), 71; A. MEIANI, L. RIZZI, D. SABATINI, *Guida ai mini bond. Strumenti innovativi per la finanza delle PMI*, Roma 2015.

<sup>38</sup> M. CARATELLI, U. FILOTTO, L. GIBILARO, G. MATTAROCCHI, *Il mercato del peer to peer lending nel mondo e le prospettive per l'Italia*, in *Bancaria*, 3(2016), 61-71; E. MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer-to-peer lending*, in *Banca Impresa Società* (2013), 277-336; M. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca Impresa Società* (2022), 1-21.

citati, confermando anche la tradizionale forte propensione, invece, verso il sistema bancario e i suoi prodotti.

Oltre che durante la crisi, nella fase di ripartenza le banche italiane hanno offerto assistenza finanziaria alle imprese anche attraverso altri strumenti, come il meccanismo dell'acquisto dei crediti di imposta per l'*ecobonus* 110% e l'erogazione di finanziamenti ponte.

Per le pmi e il sistema bancario e finanziario la crisi attuale dovrebbe, in conclusione, essere considerata come un'opportunità per accelerare cambiamenti già in corso precedentemente e un'utile occasione di rinnovamento e di evoluzione.

## 9. Il finanziamento della piccola e media impresa in Europa e la *Capital Markets Union*

Un intervento sicuramente importante per il rafforzamento delle pmi italiane, nel loro sforzo per emergere dalle difficoltà del periodo *post* pandemico, è costituito dal Nuovo Piano d'Azione dell'Unione Europea per "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese" del 24 settembre del 2020 (COM(2020) 590 final).

Tale iniziativa, all'interno dell'azione dell'UE per la creazione di un'Unione dei mercati dei capitali, fa seguito alle conclusioni del Consiglio del dicembre 2019<sup>39</sup>, sulle modalità di approfondimento di tale Unione, e alla relazione di iniziativa (INI)<sup>40</sup>, del settembre 2020, del Parlamento europeo, che invita la Commissione e gli Stati membri a intraprendere azioni decisive per realizzare tale obiettivo.

Già nel 2015 la Commissione aveva adottato il primo Piano di Azione per l'Unione dei mercati dei capitali<sup>41</sup>, ma la persistenza di ostacoli in vari settori alla libera circolazione dei capitali sul territorio europeo pone la necessità di ulteriori interventi.

---

<sup>39</sup> Conclusioni del Consiglio sull'approfondimento dell'Unione dei mercati dei capitali (5 dicembre 2019) – 14815/19.

<sup>40</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Relazione su un ulteriore passo per la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali: migliorare l'accesso al finanziamento sul mercato dei capitali, in particolare per le pmi, e accrescere la partecipazione degli investitori non professionali*, 2020/2036(INI).

<sup>41</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*.

Nel suo Piano di Azione del settembre 2020 la Commissione mette in evidenza che l'Unione dei Mercati dei Capitali può accelerare la ripresa dell'UE dalla pandemia di COVID-19, fornendo anche finanziamenti per il *Green Deal* europeo<sup>42</sup> e le sfide economiche e sociali dell'era digitale.

Per procedere in tale direzione, nel novembre del 2019, la Commissione ha convocato dirigenti del settore, esperti, rappresentanti dei consumatori e studiosi in un *Forum* di alto livello sull'Unione dei mercati dei capitali, che nel giugno del 2020 ha pubblicato la propria relazione finale<sup>43</sup>, con raccomandazioni alla Commissione e agli Stati membri.

Alla luce di tale documentazione la Commissione ha quindi emanato la citata "Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni 'Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo Piano di Azione', Bruxelles, 24 settembre 2020, COM(2020) 590 final".

Attraverso l'Unione dei Mercati dei Capitali gli investimenti e i risparmi potranno circolare tra tutti gli Stati membri, con benefici per i cittadini, gli investitori e le imprese, consentendo all'economia dell'UE di crescere in maniera sostenibile e competitiva. Si tratta inoltre di una condizione fondamentale per il conseguimento di tutti gli obiettivi economici strategici dell'UE: la ripresa *post-Covid-19* e un'economia inclusiva e resiliente e aperta al contesto economico globale. Infatti solo mercati di capitali efficienti, profondi e integrati possono fornire le risorse per uscire dalla crisi e realizzare la transizione: obiettivi che non possono essere sostenuti soltanto dal denaro pubblico o dal sistema bancario tradizionale.

In particolar modo l'Unione dei Mercati dei Capitali potrà fornire alle imprese europee, e soprattutto alle pmi<sup>44</sup>, che ne costituiscono il settore principale e la maggiore forza produttiva<sup>45</sup>, la possibilità di ottenere finan-

---

<sup>42</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni *Il Green Deal europeo* [COM(2019) 640 final].

<sup>43</sup> [COM(2015) 468 final].

<sup>44</sup> Ai sensi della disciplina comunitaria si intendono come pmi le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro, così come definite nella raccomandazione della Commissione 2003/361/CE (G.U.U.E. L. 124 del 20 maggio 2003, 36).

<sup>45</sup> Le pmi rappresentano infatti quasi il 99% delle imprese europee (v. G. PAPADOPOULOS, S. RIKAMA, P. ALAJÄÄSKÖ, Z. SALAHEDDINE, *Statistics on small and medium-sized enter-*

ziamenti strutturali e stabili, tali da consentire la ripartenza e aumentarne la resilienza.

La creazione di un mercato unico per i capitali è un processo lungo e graduale, che ancora incontra ostacoli in settori fondamentali, come quelli della vigilanza, della disciplina fiscale e dell'insolvenza, che richiedono un ulteriore sforzo di armonizzazione.

Al fine di garantire benefici per le imprese e i consumatori, le decisioni di investimento dovrebbero essere disciplinate da un codice unico, applicabile a tutti gli operatori di mercato, indipendentemente dalla loro ubicazione sul territorio europeo, attraverso un definitivo processo di armonizzazione normativa.

Come accennato, un mercato unico dei capitali potrebbe permettere di intensificare gli effetti di interventi come lo strumento *Next Generation EU*<sup>46</sup> per la ripresa postpandemica, andando ad aggiungersi all'intervento pubblico e del settore bancario, per consentire una crescita economica sostenibile nel lungo termine, attraverso mercati di capitali profondi e liquidi.

Apportando una varietà di alternative di finanziamento reperite sui mercati, l'Unione dei Mercati di Capitali riduce la dipendenza delle imprese, soprattutto le pmi, da una fonte unica di finanziamento, quella bancaria, e i conseguenti rischi e limitazioni.

Le pmi europee, infatti, si segnalano rispetto a quelle di altri sistemi economici (quale quello USA) per la quasi assoluta dipendenza dal canale bancario, che ne costituisce pressoché l'unica fonte erogatrice di risorse finanziarie<sup>47</sup>. Tale aspetto di dipendenza dal sistema bancario rappresenta

---

*prises*, Eurostat 2019, reperibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Statistics\\_on\\_small\\_and\\_medium-sized\\_enterprises&oldid=505960](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Statistics_on_small_and_medium-sized_enterprises&oldid=505960) e producono circa il 56% del fatturato dell'UE (v. L. LABUDOVÁ, D. JÁNOŠOVÁ, *Analysis of support and identification of barriers to SME's in Slovakia and in the Czech Republic*, in *Serbian Journal of Management* 14 (2) (2019), 437, impiegando circa i tre quarti della forza lavoro del settore privato (v. N. ČUČKOVIĆ, V. VUČKOVIĆ, *EU R&D Funding as a Way of Incentivizing Innovation of SMEs: A Review of Impacts*, in *Croatian Economic Survey*, 2 (2018), 98).

<sup>46</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni *Il momento dell'Europa: riparare i danni e preparare il futuro per la prossima generazione*, (COM(2020) 456 final).

<sup>47</sup> M. DEMARY, J. HORNIK, G. WATFE, *Research Report SME financing in the EU: Moving beyond one-size fits-all*, IW-Report, 11 (2016), Provided in Cooperation with German Economic Institute (IW), Cologne, 6; Relazione del Parlamento Europeo *Accesso al credito per le pmi e il rafforzamento della diversità del finanziamento alle pmi nell'Unione*

un riconosciuto fattore di elevata debolezza per le pmi continentali, in quanto ne mette a rischio la possibilità di reperimento di capitali proprio nelle situazioni di maggiore difficoltà, quali quelle delle fasi recessive del ciclo economico e di avvio e crescita dell'impresa, stentando quindi le pmi europee, soprattutto in situazioni di crisi, a reperire le necessarie risorse<sup>48</sup>.

Questo dato è emerso con particolare drammaticità dopo la crisi finanziaria del 2008/2009, anche per effetto della normativa assai restrittiva in materia di stabilità degli intermediari bancari e dei relativi requisiti patrimoniali, che essi devono soddisfare in ossequio alla normativa attuativa di Basilea III, risalente proprio al 2010<sup>49</sup>. Tale normativa costringe infatti le banche a concedere finanziamenti solo alle imprese dotate di più elevati *ranking* creditizi<sup>50</sup>. Da questo punto di vista le pmi si segnalano, purtroppo<sup>51</sup>, generalmente per un basso livello di merito creditizio rispetto alle grandi imprese, per diversi fattori concorrenti: quali la più elevata rischiosità intrinseca della tipologia di *business*, la maggiore difficoltà ad elaborare una reportistica finanziaria adeguata, la mancanza di sufficienti garanzie patrimoniali e collaterali.

Si tratta di un fenomeno, quello della difficoltà delle pmi a reperire adeguate fonti di finanziamento, che non pregiudica soltanto la sostenibilità finanziaria dell'attività di questi soggetti imprenditoriali. Esso impatta infatti negativamente sulla stessa prosperità dei paesi a cui le imprese appartengono, riducendone le opportunità di sviluppo e le occasioni di innovazione, imprenditoriale e tecnologica, dato che, come si è detto, le maggiori diffi-

---

*dei mercati dei capitali* – A8-0222/2016 – 29.6.2016 – (2016/2032(INI)), punto E; A. THOMADAKIS, *Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?*, ECMI Commentary, 46 (2017).

<sup>48</sup> T.C. BARBU, A.I. STRĂCHINARU, *Capital Markets Union: Opportunities and Impact On The European Financial Market 2016*, in *Studies in Business and Economics* 11(2) (2016), 140 ss.

<sup>49</sup> V. Reg. UE n. 575/2013 e la dir. 2013/36/UE (cd. CRD IV). Sull'impatto della crisi finanziaria sulle pmi v. E. PEDERZINI, *European policies to promote the access to finance of SMEs*, in B. DALLAGO, C. GUGLIELMETTI (a cura di), *The consequences of the international crisis for European SMEs. Vulnerability and resilience*, Londra 2012, 89 ss.

<sup>50</sup> V. D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONI, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, Consob, Quaderni giuridici, n. 24, Roma 2022, reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 16.

<sup>51</sup> F. BREMUSA, K. NEUGEBAUER, *Reduced cross-border lending and financing costs of SMEs*, in *Journal of International Money and Finance* 80 (2018), 35-58.

coltà finanziarie le pmi le riscontrano proprio nella fase iniziale e quando promuovono nuove forme di sperimentazione economica.

A tale fenomeno, ovviamente, corrisponde dall'altro lato un insufficiente ricorso delle pmi europee al mercato dei capitali quale fonte alternativa di finanziamento, soprattutto rispetto a quanto attestato sui mercati statunitensi<sup>52</sup>.

Tale situazione è stata inoltre esacerbata dalla circostanza per cui la reazione dei governi e delle banche centrali, a livello globale, è stata soprattutto quella di supportare, come già abbiamo visto, le imprese, durante le fasi più critiche della pandemia, attraverso provvedimenti che, in via diretta o indiretta, ne hanno aumentato la liquidità, al fine di superare l'immediata emergenza. Spesso ciò è avvenuto, come già osservato, attraverso il ricorso al credito bancario, dato che il sistema finanziario, come sopra accennato, è stato ampiamente chiamato ad affiancare e sostenere le imprese, di qualunque dimensione. Ciò tuttavia, attraverso l'aumento del ricorso al credito, ha finito per appesantire la struttura finanziaria delle imprese, con un peggioramento del rapporto debito/capitale proprio, a causa dell'aumento della leva finanziaria, e conseguentemente con un corrispondente innalzamento del rischio di insolvenza<sup>53</sup>.

Ciò a sua volta pregiudica il merito creditizio delle imprese e la loro possibilità di reperire ulteriori capitali, questa volta per procedere a programmare piani di sviluppo a medio-lungo termine, dopo avere affrontato l'immediata crisi di liquidità del periodo pandemico<sup>54</sup>. Diventa pertanto essenziale assicurare la solvibilità nel medio lungo periodo delle imprese, e, soprattutto per quelle di minori dimensioni, appare necessario, visto il

---

<sup>52</sup> M. DEMARY, J. HORNIK, G. WATFE, *Research Report SME financing in the EU: Moving beyond one-size fits-all* cit., 6.

<sup>53</sup> B. BECKER, U. HEGE, P. MELLA-BARRAL, *Corporate debt burdens threaten economic recovery after COVID-19: Planning for debt restructuring should start now*, VoxEU.org, 21 March 2020, reperibile all'indirizzo <https://voxeu.org/article/corporate-debt-burdens-threaten-economic-recovery-after-covid-19>; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente* cit., 17; F. ANNUNZIATA, M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle Società* 2-3 (2020), 623 ss.

<sup>54</sup> E. CARLETTI, T. OLIVIERO, M. PAGANO, L. PELIZZON, M. G. SUBRAHMANYAN, *The Covid-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-level Evidence from Italy*, CEPR, Discussion Papers, 14831 (2020), 1; A. BOOT, E. CARLETTI, H. H. KOTZ, J. P. KRANHEN, L. PELIZZON, M. G. SUBRAHMANYAN, *Coronavirus and financial stability 3.0: Try equity-risk sharing for companies, large and small*, VoxEU.org, 2 Aprile 2020, 1.

sostanziale esaurimento della possibilità di ricorso al tradizionale canale bancario, favorire l'accesso al mercato dei capitali quale fonte alternativa di finanziamento.

In tal modo le pmi europee potranno realizzare un migliore equilibrio della loro struttura di capitale anche per affrontare la fase di ripresa e di crescita, con benefici a medio-lungo termine anche per l'intero sistema economico dell'UE.

A tale obiettivo mira pertanto il nuovo Piano per il Mercato Unico dei Capitali, che contiene misure idonee a ridurre per moltissime imprese le conseguenze negative della pandemia, che ne mettono a rischio la solvibilità e la possibilità future di crescita e sviluppo. Infatti

finanziamenti insufficienti e inadeguati, associati alla mancanza di capitali nella struttura di finanziamento, potrebbero indebolire le imprese e rallentare la ripresa, mettendo l'intera Unione Europea in una posizione di svantaggio rispetto ad altre economie che presentano strutture di finanziamento maggiormente diversificate. Ciò è dovuto in parte al fatto che numerose di tali imprese non dispongono delle garanzie reali materiali richieste per ottenere prestiti bancari<sup>55</sup>.

Il Piano contiene infatti, come meglio si vedrà in seguito, una molteplicità di misure ed iniziative per favorire l'accesso al mercato dei capitali delle imprese di minori dimensioni e anche per consolidarne così la stabilità finanziaria<sup>56</sup>.

Pertanto, l'Unione dei Mercati dei Capitali sarà importante non solo per la sopravvivenza e lo sviluppo delle pmi europee, ma anche per la resilienza degli stati membri, attraverso la condivisione dei rischi privati di insolvenza delle singole imprese, che verranno così ad essere maggiormente distribuiti a livello geografico.

L'Unione dei Mercati di Capitali, infine, andrebbe a potenziare e rafforzare l'Unione bancaria e l'Unione economica e monetaria europea, in un reciproco effetto di integrazione.

---

<sup>55</sup> V. D. COLONNELLO, E.R. IANNACONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente* cit., 17, nt. 64.

<sup>56</sup> Sull'entità degli effetti positivi in termini di rapporto capitalizzazione/PIL delle pmi italiane dotate dei requisiti per l'accesso al mercato AIM v. G. BUSCEMI, S. NARIZZANO, F. SAVINO, G. VIGGIANO, *L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle pmi italiane*, in Note Covid-19 della Banca d'Italia, 12 gennaio 2021, 15.

Come si è accennato, l'Unione dei mercati dei capitali deve inoltre considerarsi essenziale per affrontare le sfide e gli impegni che l'Unione Europea dovrà fronteggiare nei prossimi anni, a cominciare dalla "transizione verde", che richiede ingenti risorse per ridurre le emissioni di gas serra del 55% entro il 2030<sup>57</sup>, rafforzando il piano del *Green Deal* europeo per gli investimenti sostenibili.

Anche la trasformazione digitale richiederà il supporto dell'Unione dei Mercati di Capitali, per realizzare la strategia dell'UE "Plasmare il futuro digitale dell'Europa"<sup>58</sup>, finanziando le imprese innovative e lo stesso settore finanziario, per il potenziamento della finanza digitale.

Particolarmente importante sarà, sottolinea la Commissione, sostenere le pmi nella transizione verde e in quella digitale, contribuendo così al conseguimento degli obiettivi della strategia per le pmi per un'Europa sostenibile e digitale<sup>59</sup> dell'UE, del marzo 2020, in modo che le strategie in materia di Unione dei Mercati dei Capitali, finanza sostenibile, finanza digitale e pmi si rafforzino reciprocamente.

Anche gli obiettivi di un'economia più inclusiva beneficeranno dall'Unione dei Mercati dei Capitali, che potrà sostenere la crescita, l'occupazione, il benessere finanziario delle persone, oltre che rafforzare sistemi pensionistici solidi, integrativi di quelli pubblici e basati sui mercati.

Per realizzare questi obiettivi di inclusività sarà fondamentale tutelare l'interesse degli investitori, soprattutto di quelli al dettaglio, assicurando ad essi, come recita la Comunicazione della Commissione,

- i) una tutela adeguata; ii) una consulenza scevra da pregiudizi e un trattamento equo; iii) mercati aperti che offrano una serie di prodotti e servizi finanziari concorrenziali ed efficienti in termini di costi; nonché iv) informazioni trasparenti, confrontabili e comprensibili in merito ai prodotti.

Infine, il mercato unico dei capitali rappresenterà lo strumento per ren-

---

<sup>57</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni *Un traguardo climatico 2030 più ambizioso per l'Europa* (COM(2020) 562 final).

<sup>58</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni *Strategia finanziaria digitale per l'Europa* (COM(2020) 591 final).

<sup>59</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni *Una strategia per le pmi per un'Europa sostenibile e digitale* (COM(2020) 103 final).

dere l'UE un mercato più appetibile per gli investitori internazionali, incentivando così lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle imprese locali, soprattutto di quelle piccole e medie. Anche le imprese finanziarie europee potranno così rafforzarsi per la competizione internazionale. Tutto ciò determinerà un irrobustimento anche dell'euro come valuta globale e il ruolo strategico dell'Europa nel contesto mondiale.

Per realizzare questi obiettivi la comunicazione prevede che sarà essenziale, oltre al già citato codice unico rafforzato, «una vigilanza efficace per prevenire l'arbitraggio regolamentare, la scelta opportunistica del foro e una corsa al livello più basso di vigilanza».

## **10. Le misure della Commissione per la realizzazione della Unione del Mercato dei Capitali**

Passando ora ad analizzare in dettaglio le misure previste, con il nuovo Piano del settembre 2020 la Commissione ha individuato diverse azioni per una riforma strutturale, ai fini della creazione del Mercato Unico dei Capitali

In particolar modo, tali azioni (sedici in totale) permetteranno di raggiungere tre obiettivi principali:

- (1) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, mediante finanziamenti più facilmente accessibili per le imprese europee;
- (2) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro per il risparmio e l'investimento nel lungo termine;
- (3) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico.

Nell'allegato alla comunicazione tali azioni vengono descritte in maniera ancora più analitica.

Con riferimento al primo obiettivo, la Commissione, al fine di favorire il reperimento di capitali di debito e di rischio, da parte delle imprese europee, direttamente sui mercati (capitali che andranno ad affiancare il sostegno finanziario derivante dal credito bancario), dovrà innanzitutto potenziare gli aspetti relativi alle informazioni disponibili per gli investitori, anche internazionali, sui mercati stessi, con particolare attenzione agli investimenti sostenibili, per favorire il conseguimento degli obiettivi del *Green deal* europeo.

Quale prima azione la Commissione propone pertanto l'istituzione di una nuova piattaforma unica (punto di accesso unico europeo) che fornisca continuativamente ai possibili investitori informazioni finanziarie e in tema

di sostenibilità riguardanti le società europee. In tal modo, sarà possibile ridurre sostanzialmente i costi informativi per la quotazione, eliminando così un rilevante ostacolo per l'accesso ai mercati di capitali soprattutto per le pmi.

La seconda azione, strettamente collegata alla prima, riguarderà infatti l'introduzione di forme di semplificazione degli oneri e delle norme per la quotazione nei mercati pubblici, riservate alle imprese innovative e a quelle di piccole dimensioni, senza peraltro compromettere la tutela degli investitori. Tale azione prevederà inoltre misure come la creazione di un fondo IPO per le pmi e azioni per lo sviluppo di mercati pubblici locali.

La terza azione si focalizzerà sui veicoli di investimento a lungo termine in società non quotate, sul modello degli ELTIF (*European long-term investment funds*), modificandone la disciplina<sup>60</sup> al fine di facilitarne la diffusione, e introducendo anche fondi di investimento paneuropei a lungo termine, per canalizzare maggiori risorse finanziarie a sostegno dell'economia reale, per la realizzazione di progetti infrastrutturali, per favorire "una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva".

La quarta azione riguarderà invece misure volte a favorire un più ampio coinvolgimento di intermediari e investitori istituzionali a lungo termine nel capitale delle imprese, soprattutto le pmi, rimuovendo gli ostacoli normativi e regolamentari che, a fini di stabilità patrimoniale, limitano tale possibilità per compagnie di assicurazione e banche, senza in tal modo intaccare la tutela di assicurati e la stabilità dell'intermediario bancario. L'azione potrà riguardare anche la possibilità di promuovere l'attività di *market making* da parte di imprese finanziarie e delle banche stesse.

Queste ultime sono protagoniste anche della quinta azione, che prevede per loro la possibilità, nel caso di rifiuto della richiesta di finanziamento avanzata da parte di una pmi, di indirizzarla verso forme di finanziamento alternativo (quali quelle, precedentemente citate, dell'*equity* o *debt crowdfunding*, *peer to peer lending*, etc.). In tal modo, oltre a rafforzare tali mercati alternativi, le pmi potrebbero ricevere informazioni professionali circa la loro attrattività finanziaria per i mercati, risparmiando sui costi per la relativa analisi.

L'ultima, e sesta, azione per il primo obiettivo riguarda il potenziamento della capacità di erogazione delle banche a favore delle imprese, soprattutto

---

<sup>60</sup> Regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine.

medio piccole, attraverso l'incremento delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, trasferendo così sul mercato il rischio dei finanziamenti concessi e liberando capitale di vigilanza disponibile a tale scopo. Il meccanismo delle cartolarizzazioni (che andrà attentamente regolato al fine di evitare le disfunzioni che hanno provocato la crisi finanziaria del 2008, favorita dall'instabilità del sistema finanziario "ombra") potrà inoltre favorire il finanziamento di investimenti verdi e sostenibili attraverso "cartolarizzazioni verdi", che facilitino il percorso verso la transizione energetica e ambientale.

Il secondo obiettivo, come si è visto, si riferisce alla creazione di un quadro normativo e regolamentare che garantisca la tutela di risparmiatori e investitori, consentendo investimenti sicuri a lungo termine. A questo proposito, la settima azione si incentra sullo sviluppo di un quadro europeo delle competenze finanziarie, introducendo eventualmente obblighi per gli stati membri di promuovere misure di educazione finanziaria, soprattutto rivolte alla diffusione della conoscenza degli investimenti responsabili a lungo termine.

L'azione ottava si incentra sugli obblighi e i documenti informativi per i risparmiatori, che dovranno essere riformulati al fine di renderli maggiormente fruibili e comprensibili, riducendo l'*overload* informativo per gli investitori al dettaglio più esperti e rimodulando in maniera più efficace la disciplina della trasparenza informativa. Allo stesso tempo l'azione prevede la revisione della disciplina in tema di consulenza finanziaria, per renderla maggiormente omogenea su tutto il territorio europeo, con una qualificazione professionale unitaria mediante un'"etichetta" comune di qualità per i consulenti finanziari.

Infine, l'azione numero nove prevede interventi riguardanti i sistemi previdenziali e pensionistici, stimolando la partecipazione dei cittadini ai regimi pensionistici privati aziendali e professionali e sviluppando le migliori prassi comuni in tutti i paesi. Si tratta di un'azione che, oltre a garantire il benessere finanziario della popolazione nel momento assai delicato del pensionamento, di fronte alla riduzione delle prestazioni dei sistemi previdenziali pubblici, consente di offrire alle imprese europee, e anche alle pmi, nuove forme di finanziamento del capitale, attraverso gli investimenti dei fondi pensione, investitori a lungo termine con caratteristiche anticicliche.

Il conseguimento del terzo obiettivo, mirante all'armonizzazione completa dei mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico europeo, prevede misure tra loro eterogenee, come quella di cui al numero dieci, che contempla l'armonizzazione fiscale del trattamento della ritenuta alla fonte, in modo da evitare possibili frodi e ridurre i costi per gli investitori tran-

sfrontalieri. L'azione undici si concentra sull'armonizzazione della disciplina dell'insolvenza dei soggetti non bancari e sull'efficacia dei regimi nazionali di recupero crediti. Si tratta evidentemente di un elemento di interesse per i possibili investitori, in quanto la disciplina dell'insolvenza impatta sul rischio di credito e sulla recuperabilità dell'investimento, che deve essere garantita in maniera uniforme in tutto il territorio europeo, come condizione per un vero mercato unico.

L'azione dodici tende ad equiparare la condizione di "azionista" nei vari paesi, uniformando le norme riguardanti le interazioni fra investitori, intermediari ed emittenti e favorendo anche l'utilizzo a tal fine di tecnologie digitali rimuovendone gli ostacoli a livello nazionale.

L'azione tredici si concentra sull'attività di regolamento e di *clearing* delle operazioni di mercato, di cui viene prevista la possibile modifica normativa al fine di facilitare la prestazione di tale attività a livello transfrontaliero. Così l'azione quattordici riguarda la creazione di un sistema consolidato di pubblicazione dei dati *post* negoziazione per gli strumenti di capitale e assimilati.

L'azione quindici si propone di rafforzare il quadro di tutela e agevolazione degli investimenti nell'UE, mentre l'ultima e sedicesima riguarda la già citata creazione di un codice unico del mercato dei capitali, verso una totale armonizzazione della normativa e convergenza della vigilanza, con l'eventuale possibilità di creazione di una vigilanza diretta da parte delle autorità europee, sulla scia della vigilanza europea in ambito bancario. In proposito nell'ultimo trimestre del 2021 la Commissione ha previsto un monitoraggio dei risultati raggiunti in tale processo di armonizzazione.

## 11. Conclusioni

In conclusione, la realizzazione di un Mercato Unico dei Capitali a livello europeo, pur nella complessità del compito, potrà costituire un inevitabile e necessario strumento per permettere alle pmi, italiane ed europee, di conseguire quel rafforzamento patrimoniale che consenta di realizzare i presupposti per una ripartenza sostenibile dal punto di vista economico, sociale e ambientale, come auspicato dall'Unione Europea.

Da questo punto di vista, il piano di azione per la creazione dell'Unione del Mercato dei Capitali, attraverso l'introduzione di misure specifiche a tutela e a rafforzamento delle pmi europee, ne riconosce l'importanza per lo sviluppo economico dell'Unione nel suo complesso.

Nonostante l'insufficiente concordanza, nella dottrina, circa l'idoneità

delle pmi a generare tassi maggiori di sviluppo rispetto alle grandi imprese, alcuni studi suggeriscono che esse reagiscano meglio di queste, sotto l'aspetto occupazionale, agli *shock* derivanti dalle crisi economiche<sup>61</sup>

Inoltre, le PMI rappresentano, soprattutto quando assumano la caratteristica della *start-up* innovativa, uno strumento fondamentale per garantire l'innovazione tecnologica, ambientale e sociale, garantendo processi trasformativi che la grande impresa, per quanto dotata di ampie risorse materiali, operative e finanziarie, non sempre può assicurare, in quanto legata a modelli operativi e a mentalità tradizionali e non sempre aperte all'innovazione.

Purtroppo però le pmi, a maggior ragione nell'attuale contesto post-pandemico, appaiono, per le loro minori dimensioni, allo stesso tempo più vulnerabili delle grandi imprese alla concorrenza, soprattutto quando operino in mercati con tecnologie sofisticate e competenze altamente specializzate, che richiedono forti investimenti<sup>62</sup>.

Tale situazione di intrinseca fragilità incide negativamente sul rapporto rischio/rendimento degli strumenti finanziari emessi da queste imprese. Pertanto il piano per la realizzazione del Mercato Unico dei Capitali intende promuovere l'adozione di misure e la costruzione di un quadro normativo che rimuovano gli ostacoli che le pmi incontrano nel fare ricorso al mercato dei capitali e allo stesso tempo incentivino l'interesse degli investitori privati verso le opportunità di sviluppo che queste imprese offrono, rendendo più appetibili queste forme di investimento a beneficio delle imprese e dell'intero sistema economico.

Il piano dell'Unione Europea per il Mercato Unico dei Capitali rappresenta quindi un'occasione per incentivare il reperimento di capitale di rischio per le pmi tramite raccolta del risparmio fra il pubblico. Ciò richiede innanzitutto soluzioni innovative che riducano gli oneri amministrativi richiesti dalla quotazione, nel rispetto di regole che garantiscano il buon funzionamento del mercato, cogliendo l'occasione della crisi postpandemica per colmare finalmente il divario fra il mercato dei capitali europeo e quello dei paesi finanziariamente più avanzati e consentire alle pmi di svolgere un ruolo chiave nel processo di transizione in corso.

---

<sup>61</sup> G. MOSCARINI, F. POSTEL-VINAY, *The Contribution of Large and Small Employers to Job Creation in Times of High and Low Unemployment*, in *American Economic Review* 102(6) (2012), 2509–2539.

<sup>62</sup> N. CLIFTON, R. HUGGINS, B. MORGAN, P. THOMPSON, *An Appropriate Tool for Entrepreneurial Learning in SMEs? the case of the '20Twenty Leadership Programme*, in *Local Economy* 30(5) (2015), 534-556.

La pubblicazione degli articoli proposti a Studi Urbinati  
è subordinata alla valutazione positiva di due *referees* che esaminano gli articoli  
secondo il procedimento di *peer review* e con il sistema del *double blind*.

Finito di stampare nel mese di dicembre 2022  
nello stabilimento Maggioli S.p.A.  
Santarcangelo di Romagna

**ISSN 1825-1676**  
**(Online) ISSN 2464-9325**