



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management

COVID-19 E IMPRESE: LE COMPLESSE CONSEGUENZE FINANZIARIE DI
UNA PANDEMIA

COVID-19 AND FIRMS: THE COMPLEX FINANCIAL CONSEQUENCES OF
A PANDEMIC

Relatore: Chiar.mo

Prof. Oscar Domenichelli

Tesi di laurea di:

Maria Chiara Di Genova

Anno accademico 2019/2020

Indice

<i>Introduzione</i>	<i>Pag.</i> <i>I</i>
---------------------	-------------------------

Capitolo 1

La successione delle recenti crisi finanziarie: dai mutui subprime al COVID-19

1.1. La crisi dei mutui subprime	1
1.2. La crisi del debito sovrano	22
1.3. La crisi del COVID-19	32
1.3.1. Lo sviluppo della crisi del COVID-19	32
1.3.2. Le conseguenze di ordine economico generale	36
1.3.3. Le risposte della Bce e le riforme del Governo italiano	42
1.3.4. Le misure in campo finanziario del Governo italiano	52
1.4. La crisi del COVID-19 e quelle precedenti: tratti comuni e differenze	56

Capitolo 2

Crisi del COVID-19 e le imprese: impatto sulla struttura finanziaria

2.1. Le determinanti della struttura finanziaria	71
2.2. La composizione della struttura del capitale: com'è cambiata e come cambierà	88

2.3. Crisi di liquidità e fabbisogno finanziario: primi risultati empirici dall'Italia	102
---	-----

Capitolo 3

Crisi del COVID-19 e le imprese: valore e investimenti

3.1. COVID e performance	112
3.1.1. Andamento del fatturato	112
3.1.2. L'analisi degli indici di bilancio	120
3.1.3. Il rischio di default	129
3.2. COVID e scelte di investimento	135
<i>Conclusioni</i>	147
<i>Bibliografia</i>	151

Introduzione

L'11 marzo 2020 l'Oms dichiara ufficialmente la pandemia da COVID-19. Questa pandemia è stata determinata da un nuovo ceppo di Coronavirus, il Sars-coV-2 scoperto a Wuhan nel dicembre 2019 e in pochi mesi diffusosi in tutto il mondo provocando centinaia di milioni di contagi e più di un milione di morti. I sistemi sanitari di tutto il mondo hanno dovuto affrontare un'emergenza sanitaria senza precedenti, in poco tempo hanno riconvertito i protocolli di sicurezza per il personale sanitario, riprogrammato urgenze, ricoveri e attuato piani di emergenza per contrastare il flusso sempre maggiore di persone contagiate.

Il tema che sarà discusso appare non solo di particolare interesse scientifico-sanitario, ma anche di rilievo da un punto di vista economico-aziendale. Infatti, il sistema sanitario non è stato l'unico ad essere colpito, anche il sistema economico è stato danneggiato, a causa dell'interruzione di numerose attività produttive per 2-4 mesi prima e poi della lenta e altalenante ripresa delle normali attività nel corso del 2020 e della prima parte del 2021, subendo gli andamenti della pandemia e con la necessità di conformarsi alle nuove disposizioni di sicurezza sanitaria sui luoghi di lavoro. Le imprese, quindi, hanno subito un crollo dei propri profitti e si è determinata una crisi di liquidità, che ha causato di conseguenza una riduzione degli investimenti. Le istituzioni sono corse in aiuto alle aziende, la Bce ha emanato nei

vari mesi aste di liquidità da miliardi di euro da destinare all'economia reale sottoforma di prestiti bancari, per dare respiro alle imprese, affinché potessero provvedere quanto meno alle proprie obbligazioni e riiniziare ad effettuare investimenti.

Il mercato finanziario ha visto ridurre vertiginosamente i rendimenti dei propri titoli, un tracollo che non avveniva dal 2007-2008, gli anni della crisi dei mutui subprime sorta in America e del debito sovrano in Europa. Lo shock prodotto dalla crisi da Covid-19 sarà superiore da quello prodotto dalle recenti crisi finanziarie, in termini di riduzione del PIL, occupazione e di valore aggiunto.

Basti pensare che, dalle previsioni fatte dall'Ocse, si prevede una diminuzione del PIL del 14% per l'anno 2021, mentre nell'anno 2009 si attestò una diminuzione dello 5,5%.¹ Considerando gli effetti e le conseguenze che si ripercuoteranno sull'economia reale, la Cerved Rating Agency stima che un'impresa su dieci è a rischio fallimento. Siamo di fronte ad un calo generalizzato delle voci di bilancio, a causa della produzione e della domanda ridotte. Il capitale circolante netto diminuirà, per contro i debiti finanziari aumenteranno. Questo comportamento influenzerà la struttura finanziaria, la performance e i pagamenti.

Oltre a questi dati negativi l'Ue segnala i seguenti motivi di preoccupazione: non sono da escludere ricadute nei mesi avvenire provocando una diminuzione dei

¹ M. Di Pace, *Gestione della crisi Covid-19 per i piccoli imprenditori e i professionisti. Soluzioni, strategie e strumenti per il superamento della crisi*, Maggioli editore, Rimini, luglio 2020, pp. 5-8.

parametri sopra elencati ancora maggiore; un diffuso sentimento di incertezza e paura per il futuro che dipende, dall'efficacia delle misure attuate per contenere l'epidemia, dalla prontezza e tempestività di un vaccino efficace e dalla reazione degli attori del mercato, che provocherà una lenta e tardiva ripresa per l'intero sistema economico.

L'*oggetto* della ricerca si fonda sull'analisi dei soggetti economici che hanno avuto un ruolo nell'ambito dell'attuale pandemia o subito gli effetti finanziari della stessa, quindi istituzioni economico-finanziarie ed imprese.

Pertanto, lo *scopo* in questo elaborato sarà quello di esporre le conseguenze negative e gli effetti talvolta positivi che la pandemia da COVID-19 ha prodotto sulle imprese, quotate e non quotate, familiari e non familiari, evidenziando i settori merceologici maggiormente colpiti e quelli invece che sono riusciti a sopravvivere o a migliorare i propri risultati, analizzando le principali voci di bilancio.

Il lavoro si articolerà nei seguenti capitoli:

- Il capitolo 1 analizza le recenti crisi finanziarie: dalla crisi dei mutui subprime del 2007, alla conseguente crisi del debito sovrano del 2009, per poi passare ad analizzare più nel dettaglio la crisi del COVID-19, ovvero, l'impatto economico e finanziario sull'intero tessuto sociale, economico e produttivo dei paesi maggiormente colpiti, con una attenzione particolare per l'Italia e l'Unione europea. Infine, si individueranno le similitudini e le differenze tra le varie crisi.

- Il capitolo 2 verte invece, sull'analisi della struttura finanziaria per evidenziare il fabbisogno di liquidità e i relativi cambiamenti della struttura del capitale delle società di capitali suddivise per settore merceologico di riferimento, ovvero industria, commercio e servizi al fine di identificare quelli che hanno subito le maggiori perdite durante le varie Fasi e altresì quelle imprese che invece non sono state intaccate dalla crisi pandemica.

- Il capitolo 3 analizza le voci di bilancio per capire come la performance aziendale sia cambiata nelle varie tappe della crisi. Tali voci e anche i relativi indici di bilancio serviranno appunto per comprendere l'impatto della crisi sul tessuto economico evidenziando i settori che hanno subito le maggiori perdite e al contempo i settori che invece hanno registrato un aumento del fatturato. Infine, si osserveranno i cambiamenti che hanno riguardato i piani di investimento delle imprese.

Per quanto riguarda le *fonti* utilizzate, anche in relazione al fatto che il tema è estremamente attuale e che in realtà si sta evolvendo durante la redazione del seguente lavoro, esse sono costituite da: report e previsioni effettuate da centri di studio e di ricerche quali Confindustria, Istat, Cerved Rating Agency e articoli tratti da riviste scientifiche internazionali di finanza aziendale e da "Il Sole 24 Ore", al fine di esaminare studi su campioni di imprese micro, piccole, medie e grandi, familiari e non familiari, quotate e non quotate ed ubicate in territori diversi.

I *limiti* riscontrati durante la redazione del seguente elaborato fanno riferimento all'estrema attualità del tema trattato e quindi alla difficoltà nel trovare un sufficiente numero di riferimenti bibliografici scientifici autorevoli e aggiornati, che mostrino gli effetti e le conseguenze della pandemia sulle imprese. Infatti, i valori di bilancio delle imprese oggetto di indagine rispecchiano per la primavera ed estate 2020 le effettive entrate ed uscite, mentre per i mesi a seguire sono state effettuate delle previsioni, ipotesi di possibili scenari e come tali possono solo approssimativamente prefigurare quello che succederà o meno. Inoltre, un'altra problematica è connessa alla fluidità di una vicenda, la cui natura e le cui implicazioni si modificano con l'evolversi della pandemia e delle reazioni dei soggetti coinvolti.

L'*aspettativa* affidata al presente lavoro tenta di offrire spunti di analisi sulle misure emanate dalle varie istituzioni, per fronteggiare la crisi economica, al fine di effettuare confronti e considerazioni, e sull'impatto che un'epidemia di una tale portata ha generato sul tessuto economico, produttivo e sociale, per poter offrire spunti di riflessione su come le aziende possano uscire da questo nuovo periodo di crisi economica, cogliendo le opportunità che il cambiamento dell'assetto competitivo internazionale presenterà agli operatori economici.

CAPITOLO 1

La successione delle recenti crisi finanziarie: dai mutui subprime al COVID-19

SOMMARIO: 1.1. LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME. 1.2. LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO. 1.3. LA CRISI DEL COVID-19. 1.4. LA CRISI DEL COVID-19 E QUELLE PRECEDENTI: TRATTI COMUNI E DIFFERENZE.

1.1. La crisi dei mutui subprime

La crisi dei mutui subprime si sviluppò negli Stati Uniti nell'Agosto del 2007 ma, affonda le sue radici almeno dieci anni prima, periodo in cui l'America vide un rallentamento della produzione, un aumento della disoccupazione e un decremento del livello dei prezzi, nonché una fase congiunturale.

La *Federal Reserve* decise quindi, di attuare una politica monetaria e fiscale espansiva che prevedeva una riduzione generalizzata dei tassi d'interesse al fine di far ripartire gli investimenti. Nel giugno 2001 il livello dei tassi d'interesse toccò il livello minimo storico dell'1%. Il crollo delle torri gemelle provocò un ulteriore peggioramento della congiuntura economica che costrinse la Banca Centrale americana a ridurre ulteriormente i tassi d'interesse. Questa operazione garantì agli operatori economici un'ampia riserva di liquidità e abbassò i rendimenti dei titoli a

basso rischio. Quindi, gli investitori che volevano ottenere rendimenti sempre maggiori costruivano i propri portafogli con titoli sempre più rischiosi.²

Nello stesso momento, il mercato immobiliare offriva opportunità di investimento vantaggiose. Privati e società immobiliari iniziarono a comperare abitazioni stipulando contratti di mutui ipotecari concedendo alle banche, come garanzia l'immobile stesso. Si creò una vera e propria bolla speculativa dove i finanziatori concedevano prestiti in virtù del fatto che il proprio credito era garantito, anche in caso di insolvenza del debitore, dalla vendita dell'abitazione. Il settore immobiliare nell'anno 2001 e negli anni a seguire toccò picchi di sviluppo mai raggiunti prima, l'aumento del numero di cantieri aperti andava di pari passo con l'aumento della domanda di investimenti nel comparto residenziale e quindi della stipulazione di contratti di compravendita.³

Con il passare del tempo gli istituti di credito concedettero un numero crescente di prestiti a debitori con scarso o nullo merito creditizio. Questi strumenti finanziari vennero definiti *ninja loan* e *stated income loans*⁴, facenti parte del mercato dei mutui definito *subprime*, ossia mutui destinati alla clientela non primaria; le

² O. Domenichelli, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino, luglio 2013, pp. 107-108.

³ G. Vaciago, M. Lossani, F. Ambrosanio, D. Delli Gatti, G. Verga, *Osservatorio monetario*, il rapporto redatto dal laboratorio di analisi monetario, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio 2008, pp. 37-40.

⁴ I *ninja loans* erano mutui concessi ad individui senza reddito, patrimonio e lavoro; gli *stated income loans* invece erano mutui stipulati senza presentare la documentazione della parte debitrice, ma veniva stipulato sulla "parola" del dichiarante.

pratiche di offerta di tali mutui furono aggressive e la valutazione del merito creditizio fu talvolta molto approssimativa.⁵

Nonostante ciò, ci fu un largo uso di tali strumenti finanziari, le cause possono essere ricondotte agli incentivi monetari superiori che i broker ottenevano nel collocare i *mutui subprime* piuttosto che mutui più sicuri e dalla facilità con cui potevano disfarsene vendendoli agli istituti di credito che, procedevano con la cartolarizzazione di tali strumenti.

Le banche si accaparravano i vantaggi che il processo di cartolarizzazione di tali strumenti comportava; mentre i debitori erano invogliati dalle opportunità di acquisto di un immobile e della consapevolezza che nel caso in cui non fossero stati in grado di ripagare il mutuo avrebbero potuto vendere l'immobile stesso dato come garanzia.⁶

La cartolarizzazione dei mutui rientra nel più ampio processo di trasferimento del rischio di credito, infatti questo meccanismo finanziario permise agli istituti creditizi di rivendere i *mutui subprime* trasferendone il rischio ad altri operatori nei mercati finanziari. La complessità della struttura architettonica che si viene a creare dalla *securitisation* inibisce la rischiosità effettiva di questi titoli e trae in inganno l'investitore. L'utilizzo di questo processo fu incentivato sia dal cambiamento del

⁵ O. Domenichelli, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino, luglio 2013, p. 108.

⁶ G. Vaciago, M. Lossani, F. Ambrosiano, D. Delli Gatti, G. Verga, *Osservatorio monetario*, Il rapporto redatto dal laboratorio monetario, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio 2008, pp. 30-32.

modello finanziario di distribuzione dei mutui ipotecari, infatti fu il proliferare di crediti immobiliari ad incoraggiare le banche alla cartolarizzazione, che dalle tecniche di finanza innovative che spingevano al continuo uso di titoli altamente rischiosi per costruire portafogli di strumenti finanziari garantiti da attività rischiose.

I titoli frutto della cartolarizzazione sono definiti ABS, *Asset Backed Securities*, ossia titoli con elevato profilo rischio/rendimento in quanto garantiti da *Collateral* di cui fanno parte attività rischiose. Gli ABS possono essere classificati come: MBS, *Mortgage Backed Securities*, titoli aventi come *Collateral* mutui ipotecari; CDO, *Collateralized Debt Obligations*, titoli aventi come *Collateral* un portafoglio di altri titoli rischiosi come prestiti, titoli obbligazionari, ABS.

Quali vantaggi ricavarono gli istituti di credito adoperando il processo di cartolarizzazione? La banca decise di cartolarizzare i mutui per non inserirli all'interno del proprio bilancio, eludere le vigenti regolamentazioni e garantirsi un attivo più consistente che venne utilizzato per effettuare altri investimenti. Coloro che acquistarono questi titoli ebbero diritto alla riscossione degli interessi che derivavano a loro volta dalla riscossione del pagamento degli interessi sui mutui originali, che la banca non aveva più in portafoglio, perché venduti. La maggior parte delle volte era la banca stessa ad istituire una società veicolo, *SPV (Special Purpose Vehicle)*, alla quale vendeva i mutui; la SPV attuava la cartolarizzazione degli stessi emettendo titoli da vendere agli investitori finali con cui finanziava

l'acquisto dei mutui ceduti. Fin a quando la SPV acquistava i mutui, vendeva questi spaccettati in altri titoli e utilizzava il ricavato per acquistarne altri si creò un sistema bancario secondario o ad ombra, parallelo a quello ufficiale, dove le SPV si finanziavano con passività a breve.⁷

Le attività di riferimento del processo di cartolarizzazione non erano soltanto prestiti bancari ma anche titoli, eventualmente garantiti da mutui. In questo caso non parliamo più di SPV ma di SIV, *Structured Investment Vehicle*, che acquistava i titoli da un istituto di credito o dalla SPV, impacchettava i titoli derivanti dalla cartolarizzazione in titoli più complessi e li vendeva agli investitori finali. Le SIV si finanziavano emettendo carta commerciale⁸, il ricavato della vendita di titoli serviva per ripagare la carta commerciale. In questo modo si esponevano al classico disallineamento di scadenza tipico di una banca: prendere in prestito a breve termine e investire a lungo termine; allo stesso modo delle banche le SIV, erano vulnerabili alle oscillazioni di mercato.⁹

I CDO erano gli ABS oggetto del processo di cartolarizzazione delle SIV, in questo caso i *Collateral* erano rappresentati da un numero limitato di attività omogenee. Il processo di cartolarizzazione per i CDO fu molto simile a quello dei

⁷ G. Vaciago, M. Lossani, F. Ambrosiano, D. Delli Gatti, G. Verga, *Osservatorio monetario*, il rapporto redatto dal laboratorio di analisi monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio 2008, pp. 45-49.

⁸ Strumento di finanziamento a breve termine attraverso cui si emettono dei titoli che vengono collocati sul mercato con scadenza di pochi mesi.

⁹ Basel committee on banking supervision, *Credit risk transfer, developments from 2005 to 2007*, The Joint Forum, financial stability board, 11 aprile 2008, p. 8.

MBS, infatti vennero impacchettati in un pool di attività di riferimento, quali ABS o titoli a reddito fisso dalle SPV. I titoli frutto della cartolarizzazione possono essere suddivisi in più categorie a seconda della loro priorità di rimborso e in base al grado di rischio e rendimento: *senior, mezzanine e junior*. Le tranches meno rischiose erano destinate agli investitori meno avversi al rischio e quelle invece più rischiose ma più redditizie erano per gli investitori propensi al rischio. È alla tranche *mezzanine* che appartenevano i *mutui subprime*.¹⁰

Spesso venivano emessi CDO con *Collateral* altri CDO cioè *CDO al quadrato, derivati* (CDS) che a loro volta venivano cartolarizzati in *CDO sintetici*.

Per i *Credit Default Swaps*, il trasferimento del rischio di credito avveniva mediante l'acquisto del creditore-acquirente, spesso istituto di credito, di un titolo che obbligava il soggetto venditore alla copertura del rischio e quindi ad accollarsi le eventuali perdite di insolvenza del debitore del creditore-acquirente. L'acquirente pagava un premio mentre il venditore rimborsava il debito all'acquirente solo in caso di insolvenza del debitore sottostante. Veniva quindi isolato e trasferito il solo rischio di credito no l'intero prestito come avveniva invece nel processo di cartolarizzazione.

¹⁰ G. Vaciago, M. Lossani, F. Ambrosanio, D. Delli Gatti, G. Verga, *Osservatorio monetario*, il rapporto redatto dal laboratorio di analisi monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio 2008, pp. 50-52.

Mentre i CDO sintetici si differenziavano dagli altri in quanto l'ente emittente, SPV, non acquisiva la proprietà delle attività di riferimento ma rispondeva comunque del rischio di insolvenza relativo a tali attività.¹¹

Un altro stimolo all'utilizzo della cartolarizzazione può essere attribuito al ruolo che ricoprirono le maggiori agenzie di *rating*. Queste avevano l'onere di giudicare l'affidabilità creditizia, ovvero effettuare una valutazione della capacità di far fronte, nel corso del tempo, agli obblighi di rimborso da parte del mutuatario. Compito che sarebbe spettato innanzitutto al sistema bancario ma che quest'ultimo esternalizzò affidandosi a società di *rating* che attribuirono un giudizio sintetico, formulato in una scala di lettere, circa il grado di probabilità di far fronte alle obbligazioni contratte. L'aumento della complessità del mondo finanziario rese difficili anche la valutazione del merito creditizio: i mutui una volta accesi venivano trasferiti ad altri istituti di credito o società veicolo che li raggruppavano con altre obbligazioni in complessi strumenti finanziari per poi essere venduti sul mercato. La struttura architettonica venutasi così a creare determinò incertezza, in questo contesto le agenzie di *rating* rappresentavano l'unico baluardo di aiuto nel migliorare la situazione di asimmetria informativa tra l'emittente del titolo e l'investitore finale. In effetti, le agenzie di *rating* valutarono gli strumenti finanziari collegati ai mutui *subprime* con una tripla A, etichettandoli quindi come titoli di

¹¹G. Vaciago, M. Lossani, F. Ambrosanio, D. Delli Gatti, G. Verga, *Osservatorio monetario*, il rapporto redatto dal laboratorio di analisi monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio 2008 pp. 54-56.

massima sicurezza. Attribuendo tale valutazione le agenzie fomentarono il mercato di questi strumenti, che in realtà erano altamente rischiosi, contribuendo a portare il sistema finanziario al collasso. I giudizi dipendevano dalle informazioni che l'emittente decideva di fornire e da quelle direttamente acquisite dalla società nell'ambito delle informazioni pubbliche. Quindi, la natura del *rating* era equivalente a quella di una mera opinione, insomma non vi era un rilascio di garanzia alcuna sulla bontà del giudizio assegnato, ma, nonostante ciò, gli investitori utilizzarono il rating come unico metro di giudizio nella scelta degli investimenti.¹² L'operato delle agenzie di rating negli anni a seguire è stato aspramente criticato, accusate di aver emesso valutazioni distorsive della realtà e quindi di aver perso l'oggettività ed indipendenza a causa di una serie di conflitti di interesse ed è considerato pertanto una delle cause dello scoppio della crisi dei *mutui subprime*. Uno dei conflitti di interesse riguardava la natura del rapporto, l'emittente richiedeva all'agenzia di essere valutato, divenendo a tal proposito clienti dell'agenzia che, dopo aver svolto le proprie analisi attribuiva una valutazione, in seguito se la proposta di *rating* fosse stata accettata dall'emittente, quest'ultimo avrebbe pagato per la prestazione svolta. È naturale sospettare che le agenzie di *rating* gonfiassero le valutazioni per far accettare la propria valutazione. La crescita del mercato dei CDO ha reso i *rating* di finanza strutturata uno dei

¹² G. Carriero, *Brevi note sulle agenzie di rating*, Il Foro italiano, vol. 135, n. 2, febbraio 2012, pp. 49-54.

maggiori flussi di reddito delle agenzie, ciò ha prodotto una minore qualità delle valutazioni allo scopo di mantenere il flusso delle transazioni.¹³ Moody's, una delle maggiori società di *rating*, ha dichiarato che tra il 2002 e il 2006 il 44% dei suoi ricavi proveniva dalla valutazione dei prodotti finanziari strutturati.¹⁴ Le agenzie si sono difese affermando di essere a conoscenza di questo ipotetico conflitto d'interesse ma che tentarono di mitigarlo assicurando che nessun committente costituisse una porzione significativa degli utili complessivi dell'agenzia; tuttavia è stato dimostrato da ricerche e accurate stime che quando si trattava di un cliente importante sia per numero di titoli che in termini di numero di volte che si affida all'agenzia, quest'ultima tendeva a esagerare con le valutazioni.¹⁵

Un altro motivo per il quale sono state mosse delle critiche nei confronti delle agenzie di *rating* riguarda il loro assetto proprietario, in quanto nell'azionariato vi erano presenti le maggiori società di fondi di investimento. Le "tre sorelle" Moody's, Standard & Poor's e Fitch governavano il mercato delle valutazioni, spartendosi la torta di chi emetteva debito, erano delle vere e proprie *public company*. Tuttavia, salta subito all'occhio che quote importanti di capitale di

¹³ OICV-IOSCO, *The role of credit rating agencies in structured finance markets*, report of the technical committee of international organization of securities commissions, marzo 2008, pp. 14-15.

¹⁴ J. He, J. Qian, P. Strahan, *are all the ratings created equal? The impact of issuer size on the pricing of Mortgage- Backed Securities*, the Journal of Finance, vol. 67, n. 6, dicembre 2012, p. 2102.

¹⁵ J. He, J. Qian, P. Strahan, *are all the ratings created equal? The impact of issuer size on the pricing of Mortgage- Backed Securities*, the Journal of Finance, vol. 67, n. 6, dicembre 2012, pp. 2135-2136.

Moody's erano possedute dai più importanti gestori di fondi del mondo: *Capital World Investment*, *Fidelity*, *Warren Buffett*, *Blackrock* e molti altri che si occupavano di comprare e vendere titoli. Tra l'altro, le stesse società di investimento si ritrovarono nel capitale di Standard & Poor's.¹⁶ Perché i gestori dei fondi erano nel capitale di coloro che dovevano giudicarli? A detta di molti era la strada più veloce per accedere ad informazioni private prima che diventassero pubbliche e di conseguenza poter effettuare le scelte più consone e precedere le fluttuazioni di mercato, in breve le decisioni delle agenzie di *rating* condizionavano le politiche d'investimento di tutti i fondi.¹⁷

Un altro motivo di critica risiede invece nell'operatività delle agenzie di *rating*, infatti queste, oltre al servizio di valutazione degli strumenti di finanza strutturata offrivano servizi di consulenza finanziaria agli emittenti, operazione che generò un conflitto d'interesse aggiuntivo: le decisioni valutative potrebbero essere state influenzate al rialzo nel caso in cui l'emittente avesse acquistato servizi aggiuntivi offerti dalla stessa agenzia di *rating*.¹⁸

In riferimento alla struttura del mercato, l'alta concentrazione delle agenzie di *rating* del credito rifletté le grandi barriere all'ingresso in questo settore che

¹⁶ F. Pavesi, *Moody's S & P e Fitch ecco chi comanda nelle agenzie di rating*, Il Sole 24 Ore, 10 settembre 2015, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

¹⁷ M. Longo, *Agenzie e azionisti: il grande conflitto. Mercati e manovra-il controllo del rating*, Il Sole 24 Ore, 17 gennaio 2012, p. 8.

¹⁸ P. Bolton, X. Freixas, J. Shapiro, *the credit ratings game*, The Journal of Finance, vol. 67, n. 1, 17 gennaio 2012, pp. 86-87.

crearono un forte potere di mercato per le stesse agenzie. La costituzione delle barriere fu alimentata dalla regolamentazione, la *Securities and Exchange Commission* nel 1970 designò la *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, ovvero un insieme limitato di agenzie di *rating* che fornivano informazioni per gli investitori a tal punto da influenzarne il processo decisionale. Inizialmente sette agenzie avevano ricevuto tale designazione, le successive fusioni hanno portato questo numero a tre: Moody's, Fitch e Standard & Poor's. Un'altra barriera all'entrata era rappresentata dalla reputazione, le valutazioni per poter essere prese in considerazione dovevano essere effettuate da società solide, affidabili e attendibili, caratteristiche tutte che per poter essere acquisite era necessario del tempo.¹⁹ Questi fenomeni hanno cambiato radicalmente lo scenario dei mercati finanziari da cui ha preso il via la crisi finanziaria nell'estate del 2007. Fino a quando i mutui venivano pagati dai debitori ceduti, gli investitori potevano godere degli interessi sui CDO e MBS. La *Federal Reserve* decise però di aumentare i tassi d'interesse, perciò molti mutuatari non riuscirono più a adempiere alle proprie obbligazioni innescando un'ondata di vendite di immobili che fece diminuire vertiginosamente il prezzo delle abitazioni e con esso crollò il valore delle garanzie reali, dei mutui ceduti e degli strumenti finanziari il cui valore dipendeva da quello delle citate garanzie (CDO e MBS). Il deprezzamento dei titoli

¹⁹ J. P. Hunt, *Credit rating agencies and the Worldwide Credit Crisis: the limit of reputation, the insufficiency of reform and a proposal of improvement*, Columbia business law review, vol. 2009, n. 1, 14 settembre 2008, pp. 1822.

provocò per un effetto contagio il crollo del valore di azioni, obbligazioni direttamente ed indirettamente collegati ai *subprime*.²⁰

I primi segni di evidente difficoltà arrivarono all'inizio del 2007 quando *New Century Financial Corporation*, uno dei principali istituti di credito ipotecario dichiarò bancarotta; nello stesso periodo gli indici ABX²¹ iniziarono a riflettere aspettative più elevate di rischio di insolvenza dei titoli garantiti dai mutui *subprime*.²² Le agenzie di *rating* diedero il via ad un processo di declassamento dei titoli *subprime*: Moody's, durante il 2007, declassò il 31% di tutte le tranches di ABS e CDO che aveva precedentemente valutato, da una valutazione AAA si passò a CCC.²³

Al declassamento delle agenzie di rating si aggiunse nell'agosto del 2007 il crollo della borsa di Wall Street, crollò il valore di azioni, obbligazioni e strumenti finanziari anche non collegati ai *subprime*. Le perdite si registrarono anche nelle borse europee ed asiatiche.²⁴

²⁰O. Domenichelli, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino. Luglio 2013, p. 110.

²¹ Riferimento finanziario che misura il valore complessivo dei mutui concessi a mutuatari con *subprime*, ovvero fornire un riscontro sul mercato dei mutui *subprime*; è costituito da cinque indici ciascuno dei quali rappresenta una tranche di venti CDS.

²² A. V. Thakor, *the financial crisis of 2007-2009: why did it happen and what did we learn?* the Review of Corporate Finance Studies, vol. 4, n. 2, settembre 2015, p. 160.

²³ Basel committee on banking supervision, *Credit risk transfer, developments from 2005 to 2007*, financial stability board, 11 aprile 2008, pp. 12-13.

²⁴G. Vaciago, M. Lossani, F. Ambrosiano, D. Delli Gatti, G. Verga, *Osservatorio monetario*, il rapporto redatto dal laboratorio di analisi monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio 2008, pp. 30-32.

Lo stress nei mercati del finanziamento a breve termine nel sistema bancario ad ombra si manifestò attraverso le difficoltà che le società veicolo riscontrarono nel rinnovare la loro carta commerciale e quindi nel finanziarsi. Il declassamento degli strumenti di finanza strutturata e il calo pervasivo dei prezzi delle case hanno contribuito ad irrigidire il mercato del credito. I tentativi della *Federal Reserve* per aumentare la disponibilità di liquidità degli istituti di credito sono stati vani, dal 2008 i fallimenti delle maggiori società di investimento e degli istituti di credito riflettevano le profonde tensioni che stavano subendo i mercati finanziari. *Bear Stearns*, una delle banche di investimento americane, nel marzo 2008 non fu in grado di rinnovare i suoi finanziamenti a breve termine a causa delle perdite prodotte dal calo dei prezzi sui MBS; *Lehman Brothers*, la quarta banca di investimento degli Stati Uniti dichiarò fallimento nel settembre del 2008, non riuscendo a raccogliere il capitale necessario per sottoscrivere i suoi titoli declassati e diede quindi un poderoso impulso alla crisi.²⁵

Le strategie aggressive poste in essere dalle banche, ovvero un aumento dei prestiti ipotecari che a loro volta avevano incalzato l'utilizzo del processo di cartolarizzazione al fine di aumentarne i profitti e i valori di bilancio, con la complicità delle società di *rating* che a causa della loro disponibilità ad assegnare *rating* elevati ai prodotti di finanza strutturata, aumentarono soltanto la fragilità

²⁵A. V. Thakor, *the financial crisis of 2007-2009: why did it happen and what did we learn?* the Review of Corporate Finance Studies, vol. 4, n. 2, settembre 2015, p. 160-162.

delle banche stesse. Infatti, il sistema bancario ad “ombra” era strettamente collegato al sistema bancario “ufficiale” e supportato dal governo con garanzie di riserva, non solo perché si occupava di impacchettare in un pool di strumenti finanziari le attività provenienti dal sistema bancario “ufficiale” ma anche perché le banche venivano finanziate e sottoscrivevano le attività che concedevano al sistema bancario ad “ombra”.²⁶ In particolare, il declassamento dei titoli ridusse la capacità di indebitamento a breve termine nel settore bancario ad “ombra”, al punto che le banche “sponsor” dovettero intervenire per coprire i relativi deficit. L’aumento della domanda di liquidità per soddisfare il fabbisogno delle società di investimento collegate alle banche “sponsor” determinò l’evaporazione della liquidità nel mercato interbancario. Lo stesso problema si manifestò anche nei casi in cui alcune banche, nonostante avessero un eccesso di liquidità, decidevano di non prestarla ad altre banche per timore di non riuscire ad effettuare le giuste valutazioni sulla rischiosità della controparte. Per tale ragione, gli interventi della *Federal Reserve* come prestatore di ultima istanza diedero scarsi risultati visto il proliferare di banche e società di investimento in crisi.

Il forte clima di pessimismo e di diffidenza tra le stesse banche determinò un aumento dei tassi nel mercato interbancario. Dunque, la crisi dei mutui *subprime* coinvolse anche le banche che erano impegnate a fornire liquidità alle società di

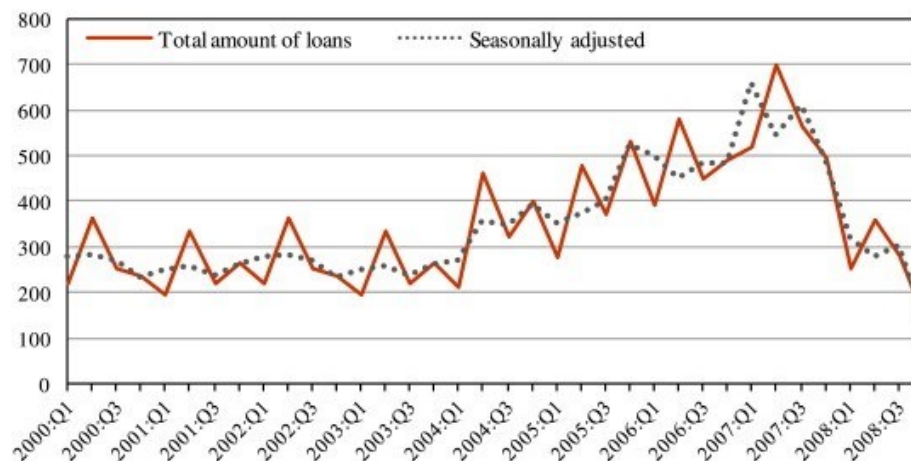
²⁶ A. V. Thakor, *the financial crisis of 2007-2009: why did it happen and what did we learn?* the Review of Corporate Finance Studies, vol. 4, n. 2, settembre 2015, p. 177-178.

investimento ad esse collegate, per impedirne il fallimento, o quantomeno per recuperare le risorse ad esse prestate.²⁷ Ne risultò un diffuso sentimento di recessione mondiale che spinse le banche ad essere restie nel concedere prestiti alle aziende e famiglie. Le banche, infatti, trovandosi in crisi di liquidità furono costrette a frenare la concessione di credito anche alle aziende più solide, chiedere il rientro delle somme erogate e selezionare la clientela che veniva valutata molto più attentamente che in passato. Il cosiddetto *credit crunch*, ovvero il calo significativo dell'offerta di credito da parte delle banche, comportò una riduzione dei nuovi prestiti che determinò un arresto degli investimenti da parte delle aziende e il conseguente deterioramento dei rapporti tra banca e impresa.²⁸ La Figura 1.1. raffigura una diminuzione dei nuovi prestiti alle imprese statunitensi maggiore nel quarto trimestre del 2008.

²⁷G. Vaciago, M. Lossani, F. Ambrosanio, D. Delli Gatti, G. Verga, *Osservatorio monetario*, il rapporto redatto dal laboratorio di analisi monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio 2008, pp. 30-33.

²⁸ A. V. Thakor, *the financial crisis of 2007-2009: why did it happen and what did we learn?* the Review of Corporate Finance Studies, vol. 4, n. 2, settembre 2015, pp. 186-189.

Figura 1.1. Total amount of loans issued (billion USD)



FONTE: V. Ivashina, D. Scharfstein, *Bank lending during the financial crisis of 2008*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, fig. 1a, p. 319.

Un ulteriore elemento di prova proviene dalla diminuzione dei prestiti sindacati, ovvero prestiti bancari in cui una banca capofila apre una linea di credito condividendo una parte del prestito con altre banche, per condividere oltre che il prestito anche i rischi; ne fanno richiesta le grandi imprese. Questi prestiti subiscono una flessione da metà del 2007, raggiungendo l'apice durante il panico bancario del settembre 2008.²⁹ Inoltre, le banche che collaborarono con *Lehman Brothers* ebbero le conseguenze peggiori: ridussero i loro prestiti più di quelle banche che sindacarono meno con *Lehman* e furono soggette a maggiori prelievi della linea di credito, tuttavia è stato dimostrato che non è stato il rapporto in sé a determinare

²⁹ V. Ivashina, D. Scharfstein, *Bank lending during the financial crisis of 2008*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, pp. 319-321.

tali conseguenze ma la paura che potesse esser negato l'accesso alle proprie linee di credito o che questo potesse comportare ulteriori problemi per le imprese.³⁰

Le determinanti del deterioramento del prestito bancario vengono raggruppate in due fattori: l'esposizione delle banche più vulnerabili ai prelievi delle linee di credito e il peso del finanziamento a breve termine nel capitale delle banche più esposte alla crisi di liquidità. Le banche oltre ad aver avuto difficoltà nel finanziare il loro debito a breve termine a causa delle turbolenze sulla solvibilità e liquidità del sistema bancario, si sono trovate ad affrontare prelievi inaspettatamente elevati sulle loro linee di credito, poiché le imprese attuarono questa scelta per migliorare la propria liquidità e flessibilità finanziaria in un periodo di crisi del credito.³¹ Perciò le imprese decisero di fare affidamento sulle linee di credito per le loro operazioni quotidiane e per costruire risparmi precauzionali nel caso in cui gli istituti di credito avrebbero potuto negare in futuro l'accesso alle proprie linee.³² Al calo dei volumi dei prestiti si è associato un aumento del prezzo del credito, infatti le imprese pagarono spread di prestito maggiori durante la crisi e l'aumento fu maggiore per le aziende che si erano rivolte ad istituti di credito il cui peso delle perdite fu cospicuo; per di più, le imprese durante il periodo di crisi diminuirono l'entità dei

³⁰ V. Ivashina, D. Scharfstein, *Bank lending during the financial crisis of 2008*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, pp. 333-334.

³¹ V. Ivashina, D. Scharfstein, *Bank lending during the financial crisis of 2008*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, pp. 330-331.

³² M. Campello, J. R. Graham, C. R. Harvey, *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, p. 483.

prestiti rispetto a quelli richiesti prima della crisi, diminuzione che risultò maggiore per i mutuatari che contrassero prestiti dalle banche con le perdite maggiori, avvalorando la tesi di cambiamento nell'attività di prestito.³³

Pertanto, i nuovi prestiti diminuirono durante la crisi finanziaria, di ogni tipologia. Parte di questo calo potrebbe aver riflesso un calo della domanda poiché le imprese ridussero i piani di investimento durante un periodo di recessione.

Le analisi basate su sondaggi di un campione di 1.050 CHIEF di tutto il mondo evidenzia un calo degli investimenti nel periodo della crisi finanziaria, il 56% delle imprese statunitensi afferma di rinunciare a progetti di investimento quando non sono in grado di ottenere fondi esterni. Non solo l'investimento viene annullato a causa della stretta sui mercati del credito ma, alcune aziende vendono asset per ottenere denaro, di conseguenza le condizioni del credito hanno indotto le imprese a ridurre gli investimenti in modi non ottimali.³⁴ L'analisi pone in evidenza le difficoltà delle imprese nell'accedere al mercato del credito, le imprese che dichiarano di aver subito vincoli finanziari, ovvero aziende *Somewhat Affected* e *Very Affected* hanno riscontrato: vincoli di quantità (disponibilità di credito limitata), maggiori costi dei fondi esterni e difficoltà nel cercare di rinnovare una linea di credito con le banche. La tabella 1.1. mostra che 81% delle aziende

³³ J. A. C. Santos, *bank corporate loan pricing following the subprime crisis*, The review of financial studies, vol. 24, n. 6, giugno 2011, p. 1919.

³⁴ M. Campello, J. R. Graham, C. R. Harvey, *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, p. 472.

VeryAffected afferma di aver sperimentato un minor accesso al credito, il 59% di aver subito un aumento dei prezzi e il 55% di aver riscontrato difficoltà nell'accedere a nuove linee di credito; mentre per le aziende *SomewhatAffected* solo il 50% cita vincoli di quantità, il 40% vincoli di prezzo e il 20% cita difficoltà con linee di credito. La tabella riporta il numero di osservazioni e di frequenze in termini percentuali delle diverse forme di attrito creditizio riscontrate dalle imprese che si dichiarano abbastanza e molto influenzate dai vincoli di credito.³⁵

Tabella 1.1. Caratterizzazione degli attriti di finanziamento tra tipi di vincoli

Observable	Category	<i>SomewhatAffected</i> Obs. (N)/Freq. (%)	<i>VeryAffected</i> Obs. (N)/Freq. (%)
Quantity constraint	No	105/50%	22/19%
	Yes	105/50%	93/81%
Price constraint	No	125/60%	47/41%
	Yes	85/40%	68/59%
Difficult access to LC	No	169/80%	52/45%
	Yes	41/20%	63/55%

FONTE: M. Campello, J. R. Graham, C. R. Harvey, *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, tab. 4, p. 477.

Le imprese che utilizzarono fonti di finanziamento interne per i loro investimenti, quando l'accesso ai mercati di capitali esterni fu limitato di fronte ad

³⁵ M. Campello, J. R. Graham, C. R. Harvey, *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, p. 477.

uno shock negativo dell'offerta di credito, considerarono le proprie risorse interne, sia reddito operativo che risparmio di cassa, come un modo per finanziare investimenti futuri, al contrario molte altre imprese decisero di rimandare o addirittura annullare gli investimenti a causa della situazione di crisi in cui versava il mercato dei capitali. Le decisioni di investimento o di disinvestimento di futuri progetti erano correlate alle caratteristiche delle imprese: le grandi imprese, quelle non vincolate finanziariamente e con un *rating* elevato fecero affidamento alle riserve di liquidità per gli investimenti futuri allo scopo di non interrompere i progetti di crescita, viceversa le imprese, che già prima della crisi ricorrevano al mercato dei capitali e che quindi non presentavano in bilancio voci rappresentative di liquidità ma forme di indebitamento e con una qualità creditizia bassa, decisero di annullare gli investimenti futuri. Discorso a parte per le piccole imprese che per dimensione essendo maggiormente dipendenti da fonti di finanziamento esterne, in particolare dal prestito bancario, subirono le conseguenze peggiori di una crisi del sistema bancario.³⁶

La riduzione dell'offerta di credito causò nella maggior parte dei casi una riduzione della domanda aggregata, portando le imprese a tagliare investimenti, occupazione, dividendi, spese di marketing e sviluppo di nuove tecnologie. In una fase di incertezza, come accade durante una crisi finanziaria ed economia, le

³⁶ M. Campello, J. R. Graham, C. R. Harvey, *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n. 3, settembre 2010, pp. 485-486.

imprese decidono di ritardare le decisioni di investimento e di prestito, dovute da un peggioramento delle aspettative sul buon fine dei progetti di investimento.³⁷ Un dato significativo proviene dal tasso di disoccupazione che nel periodo 2008-2009 ha registrato la perdita di quasi 9 milioni di posti di lavoro, ovvero il 6% della forza lavoro.³⁸ Qualora la crisi si fosse originata nel sistema reale e quindi derivi da una diminuzione della domanda di credito, tutte le imprese indipendentemente dalla dimensione e dalla dipendenza o meno a fonti di finanziamento esterne avrebbero subito un calo degli investimenti. I dati provenienti dalle imprese durante la crisi supportano invece la tesi che la crisi dei mutui *subprime*, sfociata in una crisi bancaria ha determinato effetti reali maggiori per le imprese maggiormente dipendenti dall'offerta di credito, infatti analizzando la crescita dei vari settori durante gli anni della crisi si è visto che per quei settori che dipendevano maggiormente dal valore aggiunto della finanza esterna, la crescita è stata più contenuta, risultato che evidenzia l'esistenza di un costo reale per la crisi bancaria. Shock avversi causano sia difficoltà economiche che bancarie, queste ultime hanno un ulteriore effetto negativo sulla crescita in quanto frenano gli investimenti, pertanto il canale del credito bancario può aumentare gli effetti macroeconomici in

³⁷ M. Campello, J. R. Graham, C. R. Harvey, *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre 2010, pp. 474-475.

³⁸ A. V. Thakor, *the financial crisis of 2007-2009: why did it happen and what did we learn?* the Review of Corporate Finance Studies, vol. 4, n. 2, settembre 2015, pp. 189-190.

un vortice al ribasso in cui la contrazione delle attività economiche e le difficoltà delle banche si rafforzano a vicenda.³⁹

1.2. La crisi del debito sovrano.

La crisi del debito sovrano affonda le sue radici nelle conseguenze provocate dalla crisi dei mutui *subprime*, a partire dalla fine del 2009. In questo periodo i valori dei principali indicatori di finanza pubblica: il rapporto debito/PIL e deficit/PIL subirono un brusco peggioramento per molti paesi dell'area Euro a causa di minori entrate fiscali e di un aumento della spesa pubblica provocati dall'impatto della crisi dei *mutui subprime* sull'economia generale.

Mentre i Paesi *core* tra cui la Germania presentavano livelli contenuti di debito pubblico e un'attività economica più solida, i Paesi *periferici*, tra cui l'Italia, si contraddistinguevano per un livello del debito pubblico poco sostenibile, un aumento incontrollato del deficit e bassi tassi di crescita del Pil.⁴⁰

³⁹ G. Dell'Ariccia, E. Detragiache, R. Rajan, *The real effect of banking crises*, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 17, n. 1, gennaio 2008, pp. 107-109.

⁴⁰ I parametri di Maastricht o criteri di convergenza sono i requisiti economici e finanziari che gli Stati dell'EU devono soddisfare per l'ingresso nell'unione economica e monetaria. Il tasso di inflazione non deve superare l'1,5%; il rapporto debito/PIL non deve superare il 60% nell'ultimo esercizio di bilancio; il rapporto disavanzo pubblico/PIL non deve superare il 3% alla fine dell'ultimo esercizio finanziario concluso.

La Grecia fu il primo paese a mostrare i primi segnali di cedimento della finanza pubblica, infatti deliberò la scarsa sostenibilità della spesa pubblica decidendo di finanziarla emettendo nuovo debito. In realtà trovò molta difficoltà nel collocare sul mercato i propri titoli del debito pubblico e si vide aumentare vertiginosamente i rendimenti richiesti dagli investitori. La situazione peggiorò quando tali fenomeni interessarono anche altri paesi dell'Europa, i cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) ma, provocando conseguenze diverse per ogni Paese.

La crisi del debito sovrano consiste in un rialzo eccessivo dei tassi di interesse dei titoli Stati che vengono messi all'asta per finanziare il debito pubblico. Un innalzamento eccessivo dei tassi d'interesse potrebbe comportare la non sostenibilità dello stesso.⁴¹

Da gennaio 2010 il peggioramento della percezione del rischio innescò un aumento dello *spread* e di conseguenza un aumento dei rendimenti richiesti sui titoli dei paesi PIIGS. Il valore dello *spread* esprime il differenziale tra il rendimento dei titoli, in questo caso intendiamo il rendimento dei *bond* degli stati in difficoltà e quelli del paese più virtuoso, la Germania. L'aumento dello *spread* è stato favorito dal *market sentiment*, ossia il peso dei fenomeni di contagio dipesi dall'evoluzione della crisi finanziaria (dei *mutui subprime* prima e del debito sovrano dopo) e dall'avversione al rischio degli investitori; infatti, ha penalizzato i titoli degli Stati

⁴¹O. Domenichelli, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino, 2013, luglio 2013, p. 113.

ritenuti più deboli a discapito delle economie più solide (Germania, Francia e Olanda).

Il ruolo del *market sentiment* non è stato l'unico a determinare una battuta d'arresto per i paesi PIIGS, anche il non tempestivo intervento della Banca centrale come prestatore di ultima istanza, per evitare che una crisi di liquidità si sfociasse in uno stato di insolvenza ha alimentato i timori degli operatori del mercato. La caduta di valore dei titoli di Stato è stata conseguenza diretta dell'aumento dei tassi di interesse, gran parte di questi titoli erano detenuti dalle banche il cui attivo perse valore provocando un maggior rischio di insolvenza e una caduta delle proprie quotazioni di borsa. Anche le banche come le imprese si trovarono alla ricerca di nuovi finanziamenti⁴² che appunto non riuscirono a reperire facilmente e comunque a tassi di interesse contenuti essendo diventate più rischiose, agli occhi dei finanziatori, per il deprezzamento degli attivi bancari; questi erano rappresentati dai titoli del debito pubblico penalizzati dall'aumento degli spread.

Solo nel 2010 la BCE attivò un programma di acquisto sul mercato secondario dei *bond* dei Paesi più colpiti dalla crisi finanziaria ed i cui rendimenti erano diventati troppo onerosi. Il piano ribattezzato Smp (*Securities markets programme*), prevedeva l'acquisto di titoli del debito pubblico dei Paesi dell'area Euro. L'obiettivo era quello di ristabilire i meccanismi di trasmissione della politica

⁴² Sintesi dello studio del presidente Consob G. Vegas sulle cause dello spread, *La cura anti-spread? Taglia- debito e crescita. L'analisi sulle determinanti del differenziale sui titoli di Stato*, Il Sole 24 Ore, 04 agosto 2012, p. 6.

monetaria per stabilizzare i prezzi nel medio periodo. Il programma realizzò 211,5 miliardi di euro di acquisto di *bond* ma non diede i risultati sperati.⁴³

In Italia il 9 novembre 2011, lo spread tra i *BTP* e *Bund* si impennò di quasi 100 punti base in una sola giornata, fu lo stesso periodo in cui la Banca centrale elargiva mille miliardi di euro a favore delle banche, la cosiddetta operazione Ltro (*long term refinancing operation*), che consisteva in un'asta di liquidità in cui la Bce concedeva prestiti alle banche richiedenti. Nel dettaglio, la Bce erogava un prestito della durata di tre anni e con un tasso d'interesse pari alla media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolata nel periodo dell'operazione stessa, ricevendo in cambio dalle banche richiedenti una garanzia sul prestito, ovvero obbligazioni governative. Le banche utilizzarono i fondi acquistando titoli pubblici, rifinanziando debiti in scadenza e consolidando buffer di liquidità, causando una riduzione degli spread e degli interessi sul debito dei Paesi periferici dell'Eurozona.⁴⁴

Nel settembre dello stesso anno la Bce lanciò anche lo scudo *anti-spread*, assicurando una copertura sui titoli sotto attacco speculativo per i Paesi che avrebbero aderito al piano Omt (*Outright monetary transactions*) ma, mai attuato.

⁴³ A. Merli, *Acquisti di bond senza limiti a difesa dell'euro. Salviamo l'euro- la riunione dell'Eurotower*, Il Sole 24 Ore, 07 settembre 2012, p. 3.

⁴⁴ V. Lops, *Due anni di cure Bce frenano lo spread. Mercati globali- l'andamento dei tassi*, Il Sole 24 Ore, 10 novembre 2013, p. 7.

Con il piano si sarebbero acquistati titoli del debito pubblico con vita residuale da 1 a 3 anni in prima istanza di Italia e Spagna e poi degli altri Paesi, prefiggendosi l'obiettivo di ridurre i rendimenti delle obbligazioni e quindi di risollevare l'economia reale dei diversi Paesi con una politica di sostegno specifica. Gli acquisti si differenziano dai precedenti dalla presenza di una stretta condizionalità per lo Stato che ne vuole fare appello. Lo Stato avrebbe dovuto stipulare con il fondo salva-stati un accordo economico, con la supervisione del Fondo monetario. La condizionalità scatterebbe nel momento in cui lo Stato aderente non rispettasse gli impegni presi, a quel punto la Bce avrebbe potuto frenare gli acquisti. Il solo annuncio di attuazione del piano servì a scatenare una reazione positiva del mercato.⁴⁵

L'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato seguì le operazioni di rifinanziamento effettuate dalla Bce.

La messa in campo del fondo salva-Stati è stata determinante per mantenere la stabilità finanziaria tra i Paesi dell'Eurozona, il fondo racchiuse più di 300 miliardi di euro; i suoi compiti furono quelli di risanare i Paesi sull'orlo della bancarotta o quelli più vulnerabili alle oscillazioni del mercato e ricapitalizzare il sistema bancario sotto stress nel rispetto di rigide condizionalità quali, l'attuazione di

⁴⁵ A. Merli, *Acquisti di bond senza limiti a difesa dell'euro. Salviamo l'euro- la riunione dell'Eurotower*, Il Sole 24 Ore, 07 settembre 2012, p. 3.

riforme per migliorare lo stato delle finanze pubbliche e far ripartire i finanziamenti concessi alle imprese.⁴⁶

Nelle due tranches di finanziamento della Bce di dicembre 2011 e febbraio 2012 le banche videro lievitare i propri attivi, decidendo di fare *trading*. I fondi furono investiti in titoli di Stato che ebbero rendimenti superiori al costo del debito contratto con la Bce equivalente allo 0,75% per lucrarne la differenza, piuttosto che concedere prestiti alle imprese. In effetti, è stato registrato un calo dei prestiti erogati alle imprese dovuto, non soltanto dalle scelte di investimento effettuate dagli istituti di credito ma anche, dalla riduzione della domanda di credito da parte delle imprese che in questo periodo decisero di non investire. I maggiori controlli realizzati dalle banche per l'erogazione di crediti dipesero anche dal cambio della normativa che prevedeva un aumento del patrimonio rispetto alle attività di rischio possedute dagli istituti di credito.⁴⁷

In particolare, in Italia, l'aumento dello *spread* tra i titoli di Stato e quelli tedeschi inflù sui costi del finanziamento delle banche, costi che vennero trasferiti sui tassi dei prestiti erogati alle imprese. Le ricerche hanno evidenziato che un aumento di 100 punti base dello *spread*, ha prodotto un rialzo per i successivi tre mesi di 50 punti base del costo del denaro per le imprese e nella previsione ad un

⁴⁶ I. Bufacchi, *Fondi salva- stati "cruciali" per la stabilità dell'Eurozona*, Il Sole 24 Ore, 21 giugno 2013, p. 5.

⁴⁷ O. Domenichelli, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 113-114.

anno, un rialzo di 100 punti base trasferito interamente sui tassi dei prestiti alle imprese.⁴⁸

Per ovviare a questo circolo vizioso nel quale le banche investivano in titoli di Stato piuttosto che erogare finanziamenti alle imprese, la Bce decise di emanare una nuova operazione di liquidità definita Tltro (*Targeted Longer-term Refinancing Operations*), anche per scongiurare la deflazione oltre che l'aumento della disoccupazione e il rallentamento della crescita. Le banche che vi parteciparono si differenziarono per l'importo richiesto, per esempio quelle tedesche vi parteciparono in misura modesta visto che i loro bilanci abbondavano di liquidità, mentre gli istituti italiani risposero in maniera attiva chiedendo più di un quarto della somma a disposizione. L'operazione si sostanziò di otto aste differenti, le prime due compresero 400 miliardi di euro, caratterizzati da un tasso annuo fisso del 0,15 % per 4 anni. La condizione per poter accedere ai fondi era rappresentata dall'obbligo da parte della banca di usare i fondi per concedere prestiti alle imprese e quindi di ristabilire il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.⁴⁹

A partire dal 2015 la Bce varò una nuova riforma, il *Quantitative easing*, che consistette nell'acquisto illimitato di titoli pubblici, titoli cartolarizzati e

⁴⁸ R. Bocciarelli, *Fmi: le Pmi vere vittime dello spread. Il costo della finanza, il nuovo working paper del fondo*, Il Sole 24 Ore, 04 aprile 2013, p. 11.

⁴⁹ A. Merli, *Domanda debole all'asta Bce. La lunga crisi. Le strategie di politica monetaria*, Il Sole 24 Ore, 19 settembre 2014, p. 3.

obbligazioni bancarie garantite fino a quando l'inflazione non fosse stata vicino al 2%. Attraverso l'acquisto delle attività presenti nei bilanci delle banche, gli istituti di credito furono incentivati ad utilizzare la liquidità in modo più remunerativo, sollecitando la concessione di prestiti alle imprese e alle famiglie. La manovra ebbe l'obiettivo di agire direttamente sui rendimenti dei titoli pubblici e privati al fine di spostare verso il basso la struttura dei rendimenti di mercato per migliorare le condizioni di offerta del credito e quindi dare uno stimolo alla ripresa degli investimenti, così che la liquidità offerta alle imprese incentivasse la produzione e aumentasse l'occupazione.⁵⁰

Le nuove operazioni fornirono sostegno al credito alle imprese non finanziarie supportando un generalizzato ridimensionamento del costo del finanziamento al settore privato. Tra le operazioni annoveriamo l'acquisto di *bond societari* da parte della Bce nell'ambito dell'ampliamento del *Quantitative easing* nel marzo 2016. I titoli societari per poter essere acquistati dovevano presentare determinate caratteristiche, prima fra tutte possedere un elevato merito creditizio, essere quotato in euro e la società emittente doveva avere sede legale in Europa ed essere una società non bancaria. Sono state acquistate obbligazioni del gruppo Renault, Telefonica, Siemens, Telecom e Generali. Il piano innescò una corsa alle

⁵⁰ A. Merli, *È partito il grande Qe all'europea. Ripresa e mercati- il bazooka di Draghi*, Il Sole 24 Ore, 10 marzo 2015, p. 3.

obbligazioni societarie che provocò un abbassamento dei tassi fino ad arrivare al minimo storico dello 0,6%.⁵¹

Il *credit crunch* ha visto negli anni un allentamento grazie agli interventi introdotti dalla Bce, ma gli accadimenti della crisi dei *mutui subprime* ammonirono le banche che continuarono ad essere prudenti nel concedere nuovi prestiti alle imprese, soprattutto Pmi, il che aumentò le difficoltà delle imprese. Il contesto aziendale presentò invece, un moderato aumento della domanda di finanziamenti, generato dalla ripresa degli investimenti dato il basso livello dei tassi d'interesse.⁵² Per tale ragione, sempre più imprese decisero di ricorrere a forme di finanziamento alternative: *direct lending*, *private equity* ed emissione di *mini-bond*. Il primo corrisponde al prestito che viene elargito ad un'impresa dai Fondi alternativi di investimento, mentre gli altri due rappresentano il preludio della quotazione in Borsa. Inoltre, bisogna menzionare tra i cambiamenti che hanno investito il mondo dei servizi bancari, finanziari e assicurativi lo sviluppo del Fintech. Questo insieme di società accomunate dallo sviluppo di attività basate su nuove tecnologie informatiche e digitali, applicate in ambito finanziario, rimodularono l'assetto organizzativo e operativo del tradizionale sistema bancario, in quanto non più capace di rispondere alle tempistiche e richieste del mondo del business. Il Fintech aprì la porta ad un nuovo modo di fare banca, più semplice e accessibile, si occupa

⁵¹ A. Franceschini, *Bond aziendali, acquisti Bce al via*, Il Sole 24 Ore, 09 giugno 2016, p. 3.

⁵² D. Colombo, *Indagine Bce, cresce il rischio. Ora criteri più aspri per i prestiti*, Il Sole 24 Ore, 24 luglio 2019, p. 15.

di attività di finanziamento, di promozione degli investimenti, di gestione del risparmio e di consulenza, applicando in ambito finanziario una serie di innovazioni tecnologiche in continua evoluzione che consentono il soddisfacimento delle esigenze finanziarie di differenti tipologie di clientela.⁵³ Quindi, vi sono tutti i presupposti per la disintermediazione del sistema finanziario tradizionale dato che la Bce, con le aste di liquidità, ha immesso sì liquidità alle banche ma non ha fatto in modo che questa si trasformasse in consumi ed investimenti da parte di imprese e famiglie.⁵⁴

⁵³ C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza, *Lo sviluppo del Fintech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Prefazione alla collana dedicata al Fintech, CONSOB, marzo 2018, pp. 8-24.

⁵⁴ C. Bussi, *Pmi, finanza alternativa in cerca di slancio. Risorse per la crescita. La crisi ha reso un sistema meno bancocentrico- resta da sciogliere il nodo degli investitori specializzati*, *Il Sole 24 Ore*, 22 agosto 2016, p. 7.

1.3. La crisi del COVID-19.

1.3.1. Lo sviluppo della crisi del COVID-19.

La pandemia di coronavirus al momento della stesura del seguente elaborato ha ammalato più di 85,6 milioni di persone e 1,8 milioni di persone sono decedute in tutto il mondo.⁵⁵

Nel dicembre 2019 nella cittadina di Wuhan appartenente alla regione dell'Hubei, si riscontrano i primi pazienti con sintomi riconducibili ad una polmonite mai vista prima. Dopo giorni di studi e ricerche le autorità cinesi hanno identificato un nuovo virus, il SARS-CoV-2 come un nuovo ceppo di Coronavirus. Il virus sin da subito è apparso molto contagioso, nella maggior parte dei casi coloro che hanno contratto il virus sono guariti grazie a protocolli e terapie già utilizzate, nei casi più gravi, la patologia ha aggravato le condizioni di salute causandone il decesso. Nel frattempo, sono cresciuti il numero dei contagi e si sono registrati i primi morti; si è attestata la trasmissibilità del virus da uomo a uomo abbandonando le iniziali convinzioni che potesse essere trasmesso dagli animali.

⁵⁵A. Di Jordan, A. Aufrichtig, A. Barnard, *Mappa del mondo del coronavirus: monitoraggio dell'economia globale*, i dati si basano sui rapporti al momento della pubblicazione, ultimo aggiornamento 11 gennaio 2020, disponibile su: <https://www.nytimes.com/interactive/2020/world/coronavirus-maps.html>

A fine gennaio 2020 la Cina ha attuato un piano di emergenza che ha previsto l'implementazione di un lockdown generale ed obbligatorio, il tracciamento delle persone positive e la costruzione di strutture ospedaliere per rispondere all'emergenza sanitaria.⁵⁶ Il virus ormai era fuori controllo, il secondo Paese ad essere colpito è stata la Corea del Sud seguita dall'Iran. Mentre il virus iniziava ad essere sotto controllo in Cina e Corea, nel mese di febbraio e marzo, si spostava in Europa e negli Stati Uniti.⁵⁷

In Italia, a Codogno il 21 febbraio si è registrato il primo caso di positività, nel giro di poche ore il numero delle persone contagiate è aumentato, questo ha provocato la suddivisione del territorio in zone "rosse" per undici comuni della Lombardia e del Veneto, dove era vietato uscire ed entrare dai comuni e ogni tipo di riunione ed assembramento.

Dal mese di marzo la situazione è precipitata non solo in Italia ma anche nel resto del mondo. In Italia il 4 marzo venivano chiuse le scuole e il 9 veniva dichiarato lockdown generalizzato per tutto il paese: erano sospese tutte le attività produttive non ritenute essenziali, vietate tutte le attività all'aperto e gli spostamenti dai propri comuni di residenza, mentre il numero dei contagi e delle vittime

⁵⁶L. Salvioli, V. Bassan, B. Simonetta, *Cose che noi umani. La pandemia che ha sconvolto le nostre vite e resterà per sempre nell'immaginario comune. Una cronistoria degli eventi che non avremmo mai potuto immaginare*, Il Sole 24 Ore, ultimo aggiornamento il 26 novembre 2020, disponibile su: <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

⁵⁷D. Zhang, M. Hu, Q. Ji, *Financial markets under the global pandemic of COVID-19*, Finance Research Letters, vol. 36, 28 ottobre 2020, p. 2.

continuava ad aumentare. Il 27 marzo si sono registrati 969 morti per Coronavirus in un solo giorno e 86.000 contagiati dall'inizio dell'epidemia. Tutto il mondo era in lockdown, con l'America che registrava il più alto numero di persone contagiate. Il mese di aprile ha sancito la diminuzione dei casi di positività, la prima nazione ad uscire dal lockdown è stata la Cina.

Solamente il 4 maggio in Italia sono state allentate le misure di contenimento con un graduale ritorno alla normalità. Infatti, grazie alla fase 2, 4 milioni di italiani sono ritornati al proprio lavoro, bar e ristoranti hanno riaperto e molte filiere produttive hanno ripreso la loro normale attività. L'epicentro della pandemia dall'Europa si è spostato all'America latina, dove il virus era fuori controllo. In Brasile si sono registrati in un solo giorno 1.238 decessi, Paese in cui il tessuto sociale ed economico non era pronto ad affrontare una catastrofe del genere. Mentre il Segretario di Stato americano Mike Pompeo accusava la Cina di essere la responsabile dell'inizio dell'epidemia affermando che essa lo avesse prodotto in laboratorio, i rapporti commerciali Cina-Usa ne subivano le conseguenze coinvolgendo l'assetto geopolitico del mondo intero.

Con l'inizio dell'estate la morsa dei contagi si è allentata e di conseguenza sono diminuiti anche le misure di distanziamento adottate nei mesi precedenti: sono state riaperte le aree giochi, cinema e teatri, palestre. L'inizio della fase 3 che ha fatto cadere altri vincoli: sono state riaperte le discoteche, è stata autorizzata la pratica di sport di squadra e non è stato più obbligatorio indossare le mascherine. È stata la

fase della ripresa sia sociale che economica, ma anche dell'aspettativa di un vaccino, di fatto si iniziava a parlare di un vaccino efficace pronto entro la fine dell'anno. La Russia è stata la prima nazione ad aver registrato il primo vaccino, lo *Sputnik V* e sono state iniettate le prime dosi.

Il virus ha ripreso a circolare a pieno ritmo in tutt'Europa da inizio settembre, mentre la curva dei contagi in Europa aumentava giorno dopo giorno in Italia il contagio sembrava essere sotto controllo, tesi che verrà smentita con il passare delle settimane. Dopo la riapertura delle scuole l'Italia ha affrontato la sua seconda ondata, i contagi sono iniziati a crescere vertiginosamente e gli ospedali sono stati di nuovo al collasso. Le prime Nazioni che hanno dichiarato un nuovo lockdown sono state Francia e Germania, l'Italia invece ha emanato nuove misure restrittive che prevedevano l'incremento dello smart working e della didattica a distanza. Nei mesi di ottobre e novembre in Italia sono state individuate regioni, nelle quali il contagio era più preoccupante che in altre, a cui è stato attribuito un colore, diverso in relazione alla gravità delle misure restrittive adottate. Le zone definite "rosse" sono state quelle che di fatto erano in lockdown, mentre per le zone "arancioni" e "gialle" sono state adottate misure meno stringenti. Le regioni nel corso delle settimane hanno cambiato colore, in relazione all'indice di contagiosità e al numero dei contagi registrati. Alla vigilia del Natale sono arrivati messaggi di speranza da parte delle case farmaceutiche Moderna e Pfizer-Biotech, l'efficacia dei vaccini era stata testata ed aveva dato esito positivo. Si è dato inizio alla campagna di

vaccinazione, il primo Paese che ha effettuato la prima somministrazione è stato il Regno Unito.⁵⁸

1.3.2. Le conseguenze di ordine economico generale

“La paura e il timore che sono stati generati dalla pandemia Covid-19 hanno lasciato una eredità pesante. La paura. Per la propria salute, ma soprattutto per il proprio futuro. Un’emozione primaria che porta all’inazione. Non si acquista, non si investe. Le conseguenze sulla nostra economia possono essere pesanti. Occorre agire su diversi piani per potenziare la crescita.”⁵⁹. Il pessimismo dilagante tra la popolazione non solo porta sconforto, paura, depressione e stress ma ha un impatto negativo sui consumi e sugli investimenti. Coloro che provano queste emozioni sono gli stessi che consumano, acquistano beni, investono, che lavorano e che effettuano scelte imprenditoriali.⁶⁰

⁵⁸L. Salvioli, V. Bassan, B. Simonetta, *Cose che noi umani. La pandemia che ha sconvolto le nostre vite e resterà per sempre nell’immaginario comune. Una cronistoria degli eventi che non avremmo mai potuto immaginare*, Il Sole 24 Ore, ultimo aggiornamento il 26 novembre 2020, disponibile su: <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

⁵⁹ Citazione di D. Polo- Friz e C. Codagnone, riportata in un articolo del Sole 24 Ore, scritto da Econopoly, *Paura e pessimismo: gli effetti del coronavirus sull’economia*, Il Sole 24 Ore, 30 giugno 2020, disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2020/06/30/coronavirus-economia-pessimismo/>

⁶⁰ Articolo scritto da Econopoly, *Paura e pessimismo: gli effetti del coronavirus sull’economia*, Il Sole 24 Ore, 30 giugno 2020, disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2020/06/30/coronavirus-economia-pessimismo/>

Le conseguenze economiche e finanziarie provocate dalla pandemia sono apparse fin da subito negative e preoccupanti, nei mesi a seguire l'inizio dell'epidemia, le previsioni e le stime hanno mostrato una diminuzione del PIL globale e dei singoli Paesi. Le previsioni Ocse hanno evidenziato una diminuzione del PIL mondiale pari al 7,6% con un tasso di disoccupazione pari al 10% per il 2020. Inoltre, si è ipotizzato che l'impatto sul tessuto economico e sociale provocato da questa crisi potrebbe essere notevole ed avere effetti di lunga durata presumendo un recupero lento che evidenzerebbe le differenze sociali e la distribuzione della ricchezza all'interno della popolazione, rendendo più vulnerabile la parte della popolazione meno ricca.

In Italia si è stimato una caduta del PIL del 14% per l'anno 2020, al di sotto della media europea, a testimonianza della gravità della situazione. Le previsioni della Commissione europea del mese di maggio 2020 hanno annunciato un calo record del 7,75% per l'economia dell'Eurozona per l'anno 2020; sul piano della finanza pubblica, si è stimato che il disavanzo pubblico aggregato dell'Ue sia passato dallo 0,6% del PIL nel 2019 all'8,5% nel 2020 e che il rapporto debito/PIL sia aumentato nel 2020 del 102,75%. E, non sono state calcolate le conseguenze negative per quanto riguardano i cambiamenti che potrebbero avvenire negli scambi e nella cooperazione internazionale che peserebbero non solo sull'economia

europea ma anche su quella globale, data la forte spinta che nell'ultimo decennio è stata data alla globalizzazione e al commercio internazionale.⁶¹

Il tutto è stato aggravato dalle notizie negative provenienti dai mercati finanziari, i rischi sono aumentati rendendo i mercati altamente volatili ed imprevedibili che, hanno causato ingenti perdite per gli investitori. Il rischio considerato non comprendeva solo il rischio specifico del Paese ma anche il rischio sistemico, di fatto si è registrato un aumento anche di quest'ultimo. L'indice S & P 500 ha subito un calo di oltre 30% nel solo mese di marzo, anche i mercati europei hanno subito gravi perdite; basti pensare che l'indice principale del Regno Unito, il FTSE ha registrato una caduta di oltre il 10 %, peggior risultato ancora mai visto dal 1987.⁶² Solamente nei mercati emergenti le perdite sono state più contenute, durante il primo semestre della pandemia il mercato cinese ha registrato una perdita pari al 2% a fronte del 10% del mercato russo o del 18% del mercato brasiliano. Il peso delle perdite è dipeso dalle caratteristiche strutturali dell'assetto economico del Paese di riferimento, infatti per la Cina una minore dipendenza dalla catena degli approvvigionamenti internazionali ha giovato a suo favore. Non sono stati favoriti solo i mercati emergenti ma, anche quelli considerati più stabili, la

⁶¹ M. Di Pace, *Gestione della crisi COVID-19 per i piccoli imprenditori e i professionisti. Soluzioni, strategie e strumenti per il superamento della crisi*, Maggioli Editore, Rimini, luglio 2020, pp. 5-11.

⁶² D. Zhang, M. Hu, Q. Ji, *Financial markets under the global pandemic of COVID-19*, Finance Research Letters, vol. 36, 28 ottobre 2020, pp. 1-2.

Germania ha subito un calo del 7% nello stesso periodo in cui la Spagna registrava perdite pari al 24%.⁶³

Il distanziamento sociale e i provvedimenti atti a rispettarlo hanno prodotto impatti sull'attività economica sia direttamente, legati all'interruzione delle attività dei settori produttivi non essenziali e sia indirettamente, legati al deterioramento delle relazioni di approvvigionamento, fornitura e di vendita, ed al calo del reddito disponibile e quindi dei consumi. Gli effetti diretti hanno riguardato il calo dell'attività e della domanda che unitamente al calo dell'occupazione, hanno amplificato i timori relativi alla sostenibilità delle situazioni di indebitamento, in quanto sono cambiate le scelte di investimento delle imprese. Il calo della domanda provocato dalle restrizioni alla mobilità si è riversato sui consumi sia interni che sulle esportazioni. La contrazione del reddito per le famiglie, dipeso dalla chiusura delle attività, da una riduzione della retribuzione o in casi peggiori dalla perdita del lavoro, ha cambiato le abitudini dei cittadini. In effetti, durante un periodo di crisi gli individui tendono a limitare le spese, posticipando quelle non fondamentali, allo stesso modo le imprese annullano progetti di investimento, preferendo accumulare liquidità invece che utilizzarla. Gli effetti sulle esportazioni hanno risentito delle dinamiche della domanda dei Paesi partner, in particolare delle politiche di contrasto alla crisi realizzate dai governi, che hanno influenzato la percezione di un

⁶³ N. Linciano, V. Caivano, F. Fancello, M. Gentile, *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB, luglio 2020, pp. 40- 42.

ritorno in tempi brevi ad una situazione pre- pandemia o meno. Non si possono escludere nelle considerazioni di un ritorno ad una fase di crescita economica le ripercussioni della pandemia sul mercato finanziario e sull'accesso da parte delle imprese al mercato dei capitali.

Dal lato dell'offerta, gli effetti sono stati maggiori per quelle imprese che sono più dipendenti di altre alla catena globale oppure impennate sulla delocalizzazione delle attività poiché le conseguenze derivanti dallo stop in un comparto o in una determinata area geografica possono associarsi alle conseguenze indirette su altri comparti o aree geografiche, e quanto più le attività produttive sono dipendenti da catene di approvvigionamento globali e incentrate sulla delocalizzazione che aumentano le interdipendenze con i Paesi esteri.⁶⁴ Le catene di approvvigionamento saranno probabilmente reindirizzate, si cercherà di essere sempre più autosufficienti riducendo l'*outsourcing* e il commercio globale, si pensi ai comparti delle apparecchiature e degli accessori medici, ai prodotti farmaceutici, alla componentistica, alle *automotive* di cui la Cina è il leader nel mercato mondiale, si assisterà pertanto ad una accelerazione nei confronti della de-globalizzazione.⁶⁵ Lo *shock* dell'offerta è stato solo in parte alleviato dal ricorso allo *smart working*, ovviamente per quei settori che hanno potuto farne ricorso. Invece, ne sono rimasti

⁶⁴N. Linciano, V. Caivano, F. Fancello, M. Gentile, *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB, luglio 2020, pp. 12- 14.

⁶⁵ D. Tokic, *Long term consequences of the 2020 coronavirus pandemics: historical global macro context*, Corporate Accounting and Corporate, vol. 31, n.3, luglio 2020, pp. 5-7.

fuori i comparti del settore industriale, per i quali il lockdown ha sancito la chiusura degli stabilimenti produttivi; la produzione metalmeccanica ha subito le maggiori perdite, nei mesi di marzo e aprile l'attività produttiva italiana del comparto è crollata del 47,6% rispetto ai mesi precedenti, un risultato peggiore rispetto alle dinamiche produttive dell'intero settore industriale che si è attestato al 42,1%.⁶⁶ Anche alcuni comparti del settore dei servizi sono stati gravemente danneggiati, il 76,8% della ristorazione non ha lavorato durante il periodo del lockdown, il 95,6% delle agenzie di viaggio e tour operator, l'88,5% delle attività creative ed artistiche e l'80,9% delle attività di servizi alla persona. Il comparto dei viaggi e del tempo libero non saranno in grado di tornare ad uno stato pre- pandemico finché i confini rimarranno chiusi, ma anche quando le restrizioni verranno allentate, l'incertezza, la paura e le difficoltà economiche spingeranno gli individui a rivedere le proprie abitudini di consumo e il comparto dei viaggi sarà il più danneggiato.⁶⁷

Dal mese di maggio molti Paesi hanno iniziato ad allentare le restrizioni ed a riaprire in modo graduale, per questo sono stati elaborati vari modelli di ripresa economica. Lo scenario ripresa a forma "V" presuppone dopo un breve periodo di stop una ripresa favorita dalle politiche monetarie e fiscali che colmerebbero le perdite subite durante il periodo di arresto, quindi un ritorno ad una fase pre-

⁶⁶ G. Pogliotti, *Impatto coronavirus: volumi dimezzati per la produzione metalmeccanica*, Il Sole 24 Ore, 25 giugno 2020, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

⁶⁷ Istat, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19*, report, 15 giugno 2020, p. 2.

pandemia. Lo scenario ad “U” invece, presuppone un periodo più lungo di ripresa ma che vede un ritorno ad una situazione di normalità una volta che il virus verrà sconfitto. Mentre l’ultimo scenario, a forma “L” presuppone che la pandemia abbia delle conseguenze e ripercussioni economiche negative per molti anni a venire cambiando l’assetto geo-politico e non prevede un ritorno alla normalità nel momento in cui il virus scomparirà. Tutte le ipotesi sono ragionevoli perché alla fine il virus svanirà grazie allo sviluppo di un vaccino efficace e le operazioni introdotte dai Governi e dalle Banche centrali mitigheranno le conseguenze negative. L’interrogativo a cui dare una risposta è il tempo, tempo che si impiegherà affinché la pandemia venga debellata e venga ristabilita una situazione precrisi. Per tali motivi lo scenario a forma “L” è il più probabile in quanto riflette l’incertezza dell’andamento futuro dei valori economici.⁶⁸

1.3.3. La risposta della Bce e le riforme del Governo italiano.

Il presidente della Banca Centrale europea, Christine Lagarde, allo scoppio della pandemia da Covid-19 in Europa ha annunciato interventi per ridurre l’impatto del virus sull’economia globale ed europea. Per tale ragione, ha incrementato la portata

⁶⁸ D. Tokic, *Long term consequences of the 2020 coronavirus pandemics: historical global macro context*, Corporate accounting e finance, vol. 31, n. 3, luglio 2020, pp. 9-11.

del *Quantitative easing* aggiungendo la possibilità di acquisto di titoli per 120 miliardi fino alla fine del 2020, gli acquisti sono stati proporzionali alle quote di capitale di ciascun Paese, per dare un impatto immediato sulle quotazioni e di conseguenza allentare le pressioni in un periodo di incertezza. Si è rivelata soltanto una misura pensata per sostenere i mercati tralasciando le fluttuazioni degli spread tra i titoli di Stato. Inoltre, sono state approvate all'unanimità misure per fornire liquidità al sistema bancario: aste a lungo termine (Ltro) a scadenza settimanale al tasso di interesse pari alla media del tasso sui depositi, a cui si sono state aggiunte aste di liquidità *targeted* (Tltro) per finanziare le imprese; i prestiti in oggetto hanno presentato un tasso di interesse inferiore di 25 punti base alla media del tasso di riferimento.⁶⁹ Piuttosto sono restati fermi i tassi di interesse, scatenando una reazione del mercato. Il mercato non ha reagito nel modo sperato, infatti Milano ha perso il 16%, Londra il 10.9% e Parigi il 12,2% nel mese di marzo 2020. L'Eurotower non ha seguito l'esempio della Banca Centrale Americana che aveva annunciato acquisti per un valore di 500 miliardi di dollari sia sul mercato azionario che su quello dei titoli di Stato.⁷⁰

⁶⁹ R. Sorrentino, *Coronavirus, ma Bce tiene i tassi fermi ma vara nuove aste di liquidità e 120 miliardi di acquisti di titoli. Lagarde: i governi spendano di più*, Il Sole 24 Ore, 12 marzo 2020, pp. 1-2.

⁷⁰ F. Q., *Coronavirus, la Bce non tagli ai tassi ma annuncia acquisti per 120 miliardi aggiuntivi. Borse deluse: Piazza Affari a -17% mai così male*, Il Fatto Quotidiano, 12 marzo 2020, disponibile su: <https://www.ilfattoquotidiano.it/>

Gli investitori chiedevano un pacchetto di riforme che si basassero su altri acquisti di titoli e un maggiore taglio dei tassi di interesse, la Bce ha deciso perciò, di muoversi in questa direzione. Il primo passo è stato segnato il 20 marzo 2020, quando la Commissione europea ha sospeso il patto di stabilità per permettere ai vari Governi di utilizzare il denaro necessario per fronteggiare la crisi economica senza preoccuparsi delle restrizioni imposte da quest'ultimo; quindi, sono stati sospesi il limite del 3% del rapporto deficit/PIL, del 60% debito/PIL e gli obblighi di riduzione annua del deficit strutturale.⁷¹ Si è rivelata questa una strada non percorribile nel lungo periodo perché “non si può immaginare di spingere all'infinito sul pedale esclusivo del ricorso al deficit, che va ad appesantire il debito e costruisce pur sempre un costo per la finanza pubblica che prima o poi dovrà essere ripagato”.⁷²

Il secondo passo, è stato messo a punto con l'approvazione del programma pandemico PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme* ovvero un programma straordinario di acquisto per l'emergenza pandemica, a detta della stessa Lagarde “eccezionale, mirato alla crisi del coronavirus, temporaneo e flessibile “. Il programma ha previsto l'acquisto di titoli sia del settore pubblico che

⁷¹ L. Salvioli, V. Bassan, B. Simonetta, *Cose che noi umani. La pandemia che ha sconvolto le nostre vite e resterà per sempre nell'immaginario comune. Una cronistoria degli eventi che non avremmo mai potuto immaginare*, Il Sole 24 Ore, ultimo aggiornamento il 26 novembre 2020, disponibile su: <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

⁷² D. Pesole, *Dal crollo della produzione industriale una spinta a fare presto e a spingere sul pedale degli investimenti*, Il Sole 24 Ore, 5 maggio 2020 disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

privato dal valore complessivo di 750 miliardi di euro da utilizzare tra marzo e dicembre 2020 per rispondere alla crisi economica, che si sono sommati ai 120 miliardi già varati dalla Bce portando gli acquisti della Bce ad un totale di 1.110 miliardi di euro (si considerano i 20 miliardi al mese delle *quantitative easing* varato prima della crisi da Coronavirus). Il PEPP ha presentato una flessibilità mai vista in altri strumenti di emergenza varati dalla Bce, è consistito in un programma di acquisti di titoli di Stato e non, con l'obiettivo di fronteggiare gli effetti recessivi del coronavirus, creare le condizioni per bloccare ogni forma di speculazione sui titoli di Stato ed evitare la frammentazione della politica monetaria nei 19 Paesi dell'euro; e quindi, auspicare alla stabilità finanziaria dell'Eurozona, disporre di credito per l'economia reale e in ultima istanza difendere l'euro.⁷³ Nel gennaio 2021 è stato confermato il prolungamento del *Pandemic Emergency Purchase Programme* con una capienza di 1,85 trilioni di euro almeno fino a giugno 2021 e la BCE reinvestirà i titoli in scadenza fino alla fine del 2022. Essendo gli acquisti condotti in maniera flessibile, sarà consentito fluttuazioni nella distribuzione di flussi di acquisto nel tempo, tra classi di attività e tra giurisdizioni.⁷⁴

⁷³ M. Sabella, *BCE: PEPP, che cos'è il nuovo programma di acquisto titoli di Stato e perché riesce ad abbattere lo spread*, Corriere della Sera, 26 marzo 2020, disponibile su: <https://www.corriere.it/economia/finanza/>

⁷⁴ S. Lang, W. Schadner, *The trilemma of expansionary monetary policy in the Euro area during the COVID-19 crisis*, Finance Research Letters, articolo in Stampa, 8 aprile 2021, pp. 3-4.

Gli acquisti da parte della BCE di norma sono soggetti a regole⁷⁵: per non influenzare i prezzi dei titoli sul mercato primario, la BCE e le BCN devono rispettare un *blackout period* in cui non possono effettuare acquisti di titoli pubblici, per ciascun titolo BCE e BCN non possono acquistare più del 33% del valore totale dell'emissione, infine non possono detenere più del 33% del debito pubblico in circolazione di ciascun paese. Con il programma PEPP, gli acquisti dei titoli pubblici non sono dovuti più sottostare al limite del 33% per la singola emissione e per il totale del debito nazionale in circolazione.⁷⁶ Possiamo affermare che lo strumento sia stato quasi illimitato, infatti si presuppone un prolungamento della misura anche al 2021, decisione che verrà presa in relazione all'andamento futuro dell'epidemia e sulla base della gravità degli effetti prodotti sull'economia, il solo baluardo di guardia sarà la consistenza dei titoli di Stato in circolazione e gli extra-deficit varati dai singoli Stati per contrastare la pandemia.⁷⁷

Nell'eurogruppo di aprile 2020, gli Stati hanno dibattuto a lungo sull'utilizzo del Mes⁷⁸, il meccanismo europeo di stabilità che ha il compito di fornire assistenza

⁷⁵ La BCE e le BCN acquistano titoli pubblici sul mercato secondario come normali investitori privati, acquistando i titoli da controparti ritenute idonee e cercando di intervenire nel modo più neutrale possibile rispetto alle condizioni di mercato.

⁷⁶ E. Frattola, *Come funzionano gli acquisti di titoli pubblici della Bce?* Osservatorio conti pubblici italiani, 18 maggio 2020, disponibile su: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-come-funzionano-gli-acquisti-di-titoli-pubblici-della-bce>

⁷⁷ I. Bufacchi, *I 4 bazooka della Bce pronti a "sparare" contro il virus*, Il Sole 24 Ore, 4 maggio 2020, disponibile su: <https://24plus.ilsole24ore.com/>

⁷⁸ Il MES è attivo da luglio 2012 come evoluzione dei precedenti meccanismi FESF (fondo europeo di stabilità finanziaria) e MESF (meccanismo europeo di stabilità finanziaria) con sede a Lussemburgo.

finanziaria ai Paesi dell'area euro che attraversano un periodo di crisi finanziaria, l'aiuto viene concesso nel caso in cui le instabilità finanziarie del Paese richiedente possano compromettere l'intera stabilità dell'area euro. Gli strumenti del MES comprendono: l'erogazione di prestiti per aggiustare gli indici macroeconomici del Paese richiedenti, prestiti per la ricapitalizzazione indiretta delle banche, acquisti di titoli sul mercato e l'accensione di linee di credito precauzionale. Il Paese richiedente non deve sottostare a determinate condizioni ma deve solamente sottoscrivere una lettera di intenti o un protocollo d'intesa con la Commissione Europea in cui si dibatte su misure relative al consolidamento fiscale, riforme strutturali e riforme del sistema finanziario. Il MES viene finanziato dai singoli Stati membri seguendo una ripartizione percentuale in base alla loro posizione economica. In una situazione difficile e grave di una pandemia mondiale si è deciso di poter utilizzare i fondi del MES per finanziare le spese che i Paesi si sono trovati a sostenere nell'ambito dell'emergenza Coronavirus, con particolare riferimento alle spese in ambito sanitario, senza la condizionalità di stipulare alcun patto. Anche se si è deciso che il programma non doveva presentare alcuna condizionalità, il Paese richiedente doveva comunque seguire una serie di vincoli: la somma non poteva eccedere il 2% del Prodotto Interno Lordo del singolo Paese dell'anno 2019, la somma veniva elargita in più tranches e doveva essere già stata impiegata per l'emergenza Coronavirus, solo in un secondo momento il Fondo provvedeva al

risarcimento.⁷⁹ L'Italia, per le motivazioni appena esposte ha deciso di non ricorrere al Mes e invece ha spinto sul pedale del *Recovery Fund*.⁸⁰

L'intesa sul *Recovery Fund* è stata raggiunta nel luglio 2020, ha rappresentato lo strumento individuato dalla Commissione europea per rilanciare le economie dei Paesi membri dopo la crisi causata dall'epidemia di Coronavirus, un programma di ripresa economica di ampio respiro, per proteggere l'occupazione e creare posti di lavoro che inizierà dal 2021. Il *Next Generation EU*, chiamato impropriamente *Recovery Fund*, è un pacchetto di recupero temporaneo da 750 miliardi di euro, di cui 390 miliardi sono trasferimenti e 360 miliardi sono prestiti a tassi agevolati; si compone di diversi strumenti: il *Recovery and Resilience Facility* che comprende 672,5 miliardi di euro di prestiti e sovvenzioni disponibili per sostenere le riforme e gli investimenti dei Paesi dell'Ue con l'obiettivo di rendere le economie degli Stati più sostenibili, resilienti e meglio preparate per le opportunità green e digitali, il *React-EU* dalla capienza di 47,5 miliardi di euro, *InvestEU* da 5,6 miliardi di euro, *Just Transition Fund* da 10 miliardi, il *piano per lo sviluppo rurale* da 7,5 miliardi, il *RescEU* da 1.9 miliardi e infine il *piano orizzonte Europa* da 5 miliardi di euro.⁸¹

⁷⁹ M. Losi, *MES cos'è e come funziona il Fondo salva-Stati*, Il Sole 24 Ore, 29 novembre 2019, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

⁸⁰ G. Trovati, *Gualtieri: "la creazione di debito pubblico Ue è già nei trattati"*, Il Sole 24 Ore, 4 aprile 2020, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

⁸¹ F. Basso, *Recovery Fund e Next Generation EU, il piano per l'Europa spiegato punto per punto*, il Corriere della Sera, 17 dicembre 2020, disponibile su: <https://www.corriere.it/economia/aziende/>

Per poter accedere a questi fondi i paesi dovranno presentare a Bruxelles dei piani di ripresa attraverso cui si impegneranno ad utilizzare i fondi in linea con le direttive dettate dall'Ue: investimenti green, digitali e inclusione sociale; i piani verranno esaminati dalla Commissione europea e approvati dal Consiglio europeo, le somme verranno erogate man mano che lo Stato raggiungerà l'obiettivo fissato nel piano, fatto salvo un anticipo pari al 13% del somma totale al momento dell'approvazione del piano.⁸² Definire con chiarezza e trasparenza il piano è cruciale per poter accedere ai fondi, questo rappresenta una sfida per l'Italia, in quanto dovrà presentare riforme per 209 miliardi di euro da utilizzare entro il 2023. Di questi 209 miliardi, 81,4 miliardi verranno spesi in sussidi e 127,6 miliardi in prestiti a tassi molto agevolati; l'Italia ha individuato sei capitoli su cui effettuare le proprie scelte: ambiente, digitalizzazione, istruzione e ricerca, salute, infrastrutture per una mobilità sostenibile e coesione sociale e territoriale. Resta da sciogliere il nodo della *governance*, ovvero la determinazione della struttura che si occuperà della gestione dei fondi e della presentazione della bozza ufficiale del Piano nazionale di ripresa e resilienza.⁸³ Nei mesi successivi sono state effettuate delle variazioni che hanno riguardato i fondi disponibili, il Ministro MEF Daniele

⁸² F. Basso, *Recovery Fund e Next Generation EU, il piano per l'Europa spiegato punto per punto*, il Corriere della Sera, 17 dicembre 2020, disponibile su: <https://www.corriere.it/economia/aziende/>

⁸³ A. Carli, *Recovery fund tutto quello che c'è da sapere in 10 domande e risposte. Dalle risorse destinate all'Italia ai paletti posti da Bruxelles, alla procedura, ai tempi di erogazione: breve vademecum sul fondo per la ripresa da 750 miliardi*, Il Sole 24 Ore, 17 settembre 2020, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

Franco ha precisato che i fondi a disposizione del nostro Paese, per gli anni 2021-2026, corrispondono a circa 191,5 miliardi di euro, inferiore a quella indicata precedentemente poiché i dati finanziari più aggiornati tengono conto del fatto che il regolamento europeo emanato a febbraio 2021 prende a riferimento, per la determinazione della parte riguardante i prestiti, il reddito nazionale lordo del 2019. Il regolamento del *Recovery and Resilience Facility* e le linee guida per gli Stati sono precisi e dettagliati, ma il successo dell'attuazione dipenderà dai sistemi di *control governance*.⁸⁴ Il termine ultimo in cui ogni Stato deve presentare i propri Piani di Ripresa e Resilienza è stato fissato al 30 aprile 2021 e in effetti al momento della chiusura di questo lavoro sono nove i Piani nazionali di Ripresa e Resilienza ricevuti dalla Commissione europea; tra questi non compare il Piano italiano, in ogni caso il Governo italiano ha confermato l'invio della corposa documentazione. Un ipotetico ritardo non pregiudicherà i tempi di approvazione del piano e né l'erogazione dell'anticipo del 13% che per l'Italia vale 25 miliardi di euro. La scadenza del 30 aprile, infatti, non è tassativa ma è di "regola", come è scritto nel regolamento. La Commissione Ue verificherà inoltre se i Piani dedicano almeno il 37% della spesa a investimenti e riforme a sostegno degli obiettivi climatici e il

⁸⁴ A. Cencioni, *Recovery, la partita si gioca su gestione, controllo e tempestività*, Il Sole 24 Ore, scritto da Econopoly, 15 aprile 2021, articolo disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/>

20% alla transizione digitale.⁸⁵ Mentre la scadenza ultima per i trasferimenti da parte dell'UE è stata fissata al 31 dicembre 2026. Ciò significa che entro tale data dovranno essere ultimati tutti gli interventi e raggiunti i risultati qualitativi e quantitativi previsti nel Piano. Le caratteristiche intrinseche del Piano pongono al centro del dibattito il tema del passaggio dalla necessità di spendere le risorse europee a quella di raggiungere i risultati concordati con l'UE, perseguendo dunque obiettivi di efficienza ed efficacia. Per raggiungere tale risultato è necessario individuare una *governance* operativa che coniughi le aspettative esecutive con quelle strategiche. Per quanto riguarda l'Italia, il tema della *governance* è stato affrontato dal Ministro del MEF Daniele Franco che ha chiarito il modello organizzativo, che individua compiti e responsabilità basati su due livelli di *governance* strettamente interconnessi; da un lato una struttura centrale di monitoraggio presso il MEF, a presidio e supervisione dell'efficace attuazione del Piano. Tale struttura si occuperà del supporto alla gestione e monitoraggio degli interventi, della gestione dei flussi finanziari con l'UE, della rendicontazione degli avanzamenti del Piano alla Commissione europea, del controllo della regolarità della spesa e della valutazione di risultati ed impatti. Questo organismo centrale sarà affiancato da un'unità di audit, indipendente che si occuperà delle verifiche sistemiche a tutela della sana gestione del progetto. Dall'altro lato, a livello di

⁸⁵ G. Chiellino, *Recovery, la Commissione avvia l'esame dei piani nazionali*, Il Sole 24 Ore, 1 maggio 2021, p. 4.

ciascuna Amministrazione dei Ministeri, la creazione di presidi di monitoraggio e controllo sull'attuazione delle misure di rispettiva competenza.⁸⁶

1.3.4. Le misure in campo finanziario del governo italiano.

I sintomi derivanti da una malattia sconosciuta hanno generato confusione, indotta da informazioni distorsive della realtà. Se la Cina, capendo la gravità della situazione, ha imposto misure altamente restrittive basate sul distanziamento sociale e sulla chiusura generalizzata di attività produttive ed esercizi commerciali, l'Italia solamente il 23 febbraio ha emanato il primo Decreto-legge, accompagnato da un Decreto del Presidente del Consiglio dei ministri che proclamava le cosiddette zone "rosse" nella Lombardia e nel Veneto. In seguito, con il D.L. "iorestocasa" si è avviato il processo verso il *lockdown* con la chiusura delle scuole e il divieto di spostamenti non strettamente necessari, consentiti gli spostamenti solo per motivi di salute, necessità e lavoro, che si sono prolungati fino a settembre 2020. Con il Dpcm del 22 marzo sono state bloccate tutte le attività produttive salvo quelle essenziali, ovvero la filiera alimentare, sanitaria e i servizi di pubblica utilità.⁸⁷ Il

⁸⁶ A. Cencioni, *Recovery, la partita si gioca su gestione, controllo e tempestività*, Il Sole 24 Ore, scritto da Econopoly, 15 aprile 2021, articolo disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/>

⁸⁷ L. Salvioli, V. Bassan, B. Simonetta, *Cose che noi umani. La pandemia che ha sconvolto le nostre vite e resterà per sempre nell'immaginario comune. Una cronistoria degli eventi che non*

Governo parallelamente all’emanazione di misure per contrastare l’emergenza sanitaria ha emanato una serie di provvedimenti per alleviare il tessuto economico del Paese dagli effetti negativi generati dall’epidemia. Il 17 marzo è stato presentato il D.L. “Cura Italia”, la prima misura di sostegno economico dal valore di 25 miliardi di euro, tra le misure principali menzioniamo: l’estensione del campo di applicazione degli ammortizzatori sociali, il blocco dei licenziamenti per giustificato motivo oggettivo, la concessione di un sussidio economico per le partite Iva che dimostravano di aver avuto delle perdite causate dal *lockdown* e il rinvio dei termini per gli adempimenti fiscali.⁸⁸

Il 7 aprile il Governo ha dato il via libera alla seconda *tranche* di interventi economici, noto come “decreto liquidità”, che aveva l’obiettivo di garantire liquidità alle imprese mediante il meccanismo della garanzia dello Stato per i prestiti erogati dalle banche e la sospensione e rinvio dei versamenti fiscali, contributivi e assicurativi.⁸⁹ Le misure emanate per sostenere l’accesso al credito degli operatori economici sono state così raggruppate: un prestito decennale per tutti (sussidio pensato per le Pmi, persone fisiche, esercenti attività di impresa o professioni) di 30.000 euro al tasso di interesse non superiore al tasso di rendimento

avremmo mai potuto immaginare, Il Sole 24 Ore, ultimo aggiornamento il 26 novembre 2020, disponibile su: <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

⁸⁸ M. Di Pace, *Gestione della crisi Covid-19 per i piccoli imprenditori e i professionisti. Soluzioni, strategie e strumenti per il superamento della crisi*, Maggioli editore, Rimini, luglio 2020 pp. 128-134.

⁸⁹ A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, Cerved, Editore Confindustria Servizi, Roma, giugno 2020, p. 92.

medio dei titoli pubblici con garanzia totale e gratuita del Fondo di garanzia per le Pmi, ossia senza valutazione del merito creditizio; un prestito per le Pmi con garanzia gratuita del Fondo di garanzia per le Pmi per un importo massimo di 5 milioni di euro; infine, un prestito per tutti con garanzia a pagamento Sace (Garanzia Italia), a cui hanno potuto partecipare tutti gli operatori economici con sede in Italia e che si sono trovati in una situazione di difficoltà a seguito dell'epidemia da Covid-19, le condizioni però da rispettare per accedere alla Garanzia Italia si richiamavano alla natura stessa del finanziamento, infatti doveva essere aggiuntivo rispetto a quelli esistenti e non sostitutivo e doveva essere destinato a sostenere costi del personale, canoni di locazione, affitto di azienda, investimenti in attività imprenditoriali che siano avvenuti in Italia, quindi le operazioni di finanziamento ammesse sono state i prestiti e il *factoring pro solvendo*, non vi era un importo prestabilito ma il limite era costituito dal valore più alto tra il 25% del fatturato dell'operatore economico realizzato nell'anno 2019 e il doppio del costo annuale del personale dell'operatore economico.⁹⁰ Per evitare che il rilevante volume delle misure di liquidità potessero creare squilibri finanziari con il rischio che in futuro le imprese dovranno utilizzare tutte le loro risorse per ripagare il debito e non per finanziare nuovi investimenti, sono state introdotte delle misure di sostegno al rafforzamento patrimoniale che hanno consentito: l'emissione

⁹⁰ M. Di Pace, *Gestione della crisi COVID-19 per i piccoli imprenditori e i professionisti. Soluzioni, strategie e strumenti per il superamento della crisi*, Maggioli Editore, Rimini, luglio 2020, pp. 120-126.

di titoli obbligazionari per le imprese con fatturato superiore a 10 milioni di euro e che hanno aumentato il loro capitale di almeno 250 mila euro entro il 2020 e operazioni di ricapitalizzazione delle imprese con fatturato superiore i 50 milioni di euro.⁹¹

Alla vigilia della riapertura delle attività commerciali e produttive e all'allentamento delle restrizioni sociali, il Presidente del Consiglio Giuseppe Conte ha varato un nuovo D.L., il “decreto rilancio” dal valore di 55 miliardi di euro, attraverso cui introdusse nuove misure ed estese alcune introdotte dai decreti precedenti a sostegno di imprese, partite Iva, dipendenti, famiglie e terzo settore, solo in parte sono state emanate misure a sostegno della ripresa degli investimenti.⁹² È stato approvato il credito d'imposta del 60% del canone mensile di locazione e leasing ad uso non abitativo destinati allo svolgimento di attività industriale, commerciale e artigianale; lavoratori autonomi, parasubordinati e partite Iva hanno potuto richiedere un bonus di 600 euro, fino ad un massimo di 100 euro per coloro che hanno dimostrato di aver subito una perdita di fatturato del 33% a causa del Coronavirus, tra i sussidi economici troviamo anche la possibilità per coloro che non hanno percepito nessuna forma di sostegno sociale la possibilità di ricevere per tre mesi tra i 400 e gli 800 euro; tra le novità del decreto a sostegno

⁹¹ A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, Cerved, Editore Confindustria Servizi, Roma, giugno 2020, p. 97.

⁹² A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, Cerved, Editore Confindustria Servizi, Roma, giugno 2020, p. 100.

delle imprese troviamo una nuova iniezione di liquidità a fondo perduto per Pmi e infine lo stop dei versamenti fiscali e tributari. Per di più, sono state dettate le regole di base per il riavvio di tutte le attività, in modo scaglionato, e le relative sanzioni qualora non venissero rispettate.⁹³ Misure che sono sembrate più orientate a ridurre i rischi generati dall'aumento della posizione debitorie, indotte dal massiccio ricorso alle misure indirette a sostegno della liquidità che a garantire margini finanziari da destinare ad una ripresa, auspicabilmente sostenuta, degli investimenti produttivi.⁹⁴

1.4. La crisi del COVID-19 e quelle precedenti: tratti comuni e differenze

La crisi del COVID-19 presenta delle similitudini e differenze con le crisi dei mutui *subprime* e del debito sovrano. Le crisi economiche e finanziarie possono scatenarsi da fattori esterni (esogeni) al sistema economico oppure da fattori interni (endogeni) al sistema economico.

⁹³ Il Ministero dell'Economia e delle Finanze pubblica i punti fondamentali del *Decreto Rilancio, le misure per rimettere in moto il Paese*, 14 maggio 2020, disponibile sul sito: <https://www.mef.gov.it/focus/Decreto-Rilancio-le-misure-per-rimettere-in-moto-il-Paese/>

⁹⁴ A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, Cerved, Editore Confindustria Servizi, Roma, giugno 2020, p. 100.

Nel nostro caso, le ripercussioni provocate dagli shock degli ultimi decenni si accomunano per la natura della causa scatenante, ovvero un'origine esterna ed extra reale e in tutti e tre i casi le conseguenze peggiori si sono riversate sull'economia reale. Analizzando le cause scatenanti delle crisi economiche degli ultimi decenni, la crisi dei *mutui subprime* partì dal sistema finanziario americano, influenzando il sistema bancario e borsistico, e solo in un secondo momento colpì l'economia reale che presentò un taglio generalizzato della produzione e degli investimenti; la crisi del debito sovrano in Europa, che dipese dalle precarie situazioni di finanza pubblica di alcuni Paesi dell'area euro, si innestò sugli effetti della crisi finanziaria americana, coinvolgendo appunto i conti dei Paesi più vulnerabili dell'Europa; adesso invece, la crisi economica da COVID-19, di origine pandemica, ha colpito indifferentemente il sistema finanziario, i mercati, i conti pubblici e le imprese, in un periodo in cui l'Europa stava ancora facendo i conti con gli strascichi della crisi del debito sovrano.

È pur vero che gli effetti economici prodotti da shock economici e finanziari sono stati negli anni maggiori rispetto a quelli prodotti dal diffondersi di malattie, come dimostra l'epidemia da Sars scatenata nel 2002⁹⁵. Tuttavia, quello che è successo e succederà a seguito della pandemia da COVID-19 non è paragonabile

⁹⁵ La Sars è un Coronavirus che causa una polmonite virale altamente contagiosa, ha avuto origine in Cina a fine 2002, secondo l'Oms, tra il 2002 e il 2003, la Sars ha causato 813 decessi e contagiato 8.437 persone in tutto il mondo. Dati disponibili su: https://www.corriere.it/salute/malattie_infettive/

alle epidemie del passato e alle crisi finanziarie degli ultimi decenni, sia per l'enorme numero di contagi e di vittime in tutto il mondo, che per le ricadute negative sul PIL e sul valore aggiunto dei Paesi colpiti⁹⁶

Le ricadute negative sull'economia globale dell'epidemia di Coronavirus sono maggiori di quelle provocate dalle crisi dei *mutui subprime* e del debito sovrano. Il Fondo Monetario Internazionale a giugno affermava che “*As a result of the pandemic, the global economy is projected to contract sharply by -3% in 2020, much worse than during the 2008-2009 financial crisis*”, e ancora non vi erano segnali di una seconda ondata in autunno e dei correlati effetti e di una sempre più probabile terza ondata nei primi mesi del 2021.⁹⁷ Il 2020, ribadisce il Fondo, è stato un anno in cui oltre 170 Paesi registrarono una riduzione del reddito pro-capite, prospettive cupe che sono valse sia per le economie avanzate e sia per quelle in via di sviluppo. Per Oxford Economics, il PIL mondiale si prospetta che abbia subito una contrazione del 2,8% nel 2020, con punte del 7% nel primo semestre; per l'Eurozona la contrazione si prefigura essere rispettivamente del 5,1% e del 10%.⁹⁸ L'attuale crisi economica innescata dalla pandemia si conferma essere la più grande contrazione economica verificatasi nella storia recente in tempo di pace. Come si

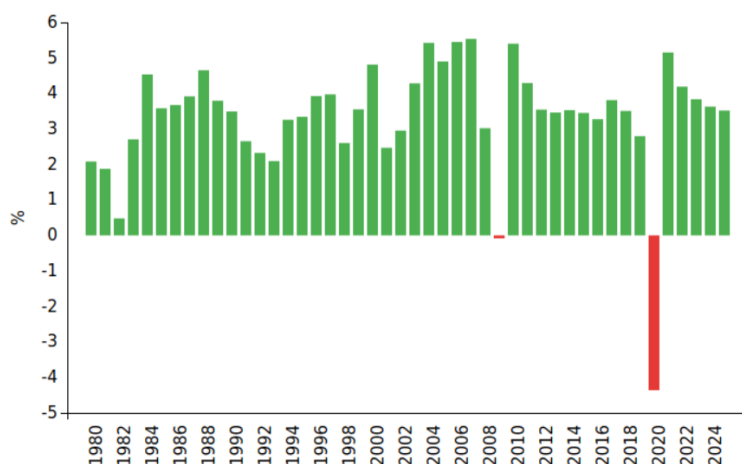
⁹⁶ Giuseppe Capuano, *Coronavirus crisi economiche a confronto*, Start Magazine, novembre 2020, articolo disponibile su: <https://www.startmag.it/economia/crisi-economiche-a-confronto/>

⁹⁷ M. Di. Pace, *Gestione della crisi Covid-19 per i piccoli imprenditori e i professionisti. Soluzioni, strategie e strumenti per il superamento della crisi*, Maggioli editore, Rimini, luglio 2020, pp. 11-12.

⁹⁸ G. Di Donfrancesco, *Fmi: la crisi più grave dalla Grande depressione*, Il Sole 24 Ore, 9 aprile 2020, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

può notare dalla figura 1.2., la contrazione del PIL mondiale dello 0,08% verificatasi nel 2009 risulta quasi trascurabile rispetto al crollo atteso per l'anno 2020. Si prospetta comunque una lenta e incerta ripresa per l'anno 2021, favorita dal progressivo allentamento delle misure di distanziamento sociale, dalla potenziale diffusione di un vaccino ed il miglioramento delle cure.⁹⁹

Figura 1.2. Tasso di crescita del PIL globale



FONTE: A. Di Rosa, *Scenario FMI ottobre 2020: la lunga strada della ripresa*, elaborazione dati FMI, disponibile su: <https://www.exportplanning.com/it/magazine/mobile-article/2020/10/20/scenario-imf-ottobre-2020/>

Analizzando i singoli Paesi, le economie avanzate si suppone presentino un livello del PIL, nel 2020, inferiore a quello del 2019; unica eccezione la Cina, dove la ripresa è stata più rapida delle attese, e per la quale si prevede una variazione del

⁹⁹ A. Di Rosa, *Scenario FMI ottobre 2020: la lunga strada della ripresa*, 20 ottobre 2020, articolo disponibile su: <https://www.exportplanning.com/it/magazine/mobile-article/2020/10/20/scenario-imf-ottobre-2020/>

PIL positiva già nell'anno della pandemia. Gli Stati Uniti hanno presentato una diminuzione pari al 4,3%;¹⁰⁰ L'Europa ha pagato il prezzo più alto degli altri, l'Eurozona si stima abbia perso il 7,5%, con l'Italia che presenta il risultato peggiore della media UE, il 9,1%, seguita dalla Spagna con 8%, la Francia con 7,2% e la Germania con 7%.¹⁰¹

In ogni caso, la crisi economica combinata all'emergenza sanitaria rende meno probabile una rapida ripresa a livelli economici pre-pandemia. La domanda è stata devastata, ci sono state ampie interruzioni nella catena degli approvvigionamenti e contemporaneamente si è sviluppata una crisi finanziaria. A differenza delle crisi del 2008-2009 innescate dalla carenza di liquidità sui mercati finanziari, la crisi che si è manifestata nel 2020 ha coinvolto questioni di solvibilità più fondamentali per molte aziende e settori. Un'altra differenza fondamentale riguarda la natura mondiale di questo shock; durante e subito dopo la crisi finanziaria del 2008 alcuni mercati emergenti come Cina e India continuarono a registrare una crescita elevata, trascinando il resto dell'economia mondiale. Questa volta nessuna economia mondiale è rimasta immune, eliminando la possibilità di una ripresa trainata dalle esportazioni per qualsiasi Paese; l'ultimo collasso economico ha aumentato i rischi deflazionistici e finanziari nelle economie avanzate, tutti i settori sono stati colpiti,

¹⁰⁰ A. Di Rosa, *Scenario FMI ottobre 2020: la lunga strada della ripresa*, 20 ottobre 2020, articolo disponibile su: <https://www.exportplanning.com/it/magazine/mobile-article/2020/10/20/scenario-imf-ottobre-2020/>

¹⁰¹ A. De Luca, *Coronavirus: una crisi economica globale*, Istituto per gli Studi di Politica Internazionale, 15 aprile 2020, articolo disponibile su: <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/>

per esempio anche il settore delle materie prime è stato danneggiato presentando prezzi in spirale al ribasso mentre la domanda è evaporata e i prezzi del petrolio sono crollati.¹⁰²

La pandemia da COVID-19 non è stata soltanto una crisi sanitaria ma ha costituito anche una grave crisi economica e del mercato del lavoro che sta avendo un enorme impatto sulle persone su scala mondiale. Secondo le stime dell'Organizzazione Internazionale del lavoro (OIL), la crisi da COVID-19 avrebbe incrementato, solamente nell'anno 2020, la disoccupazione nel mondo di quasi 25 milioni, che si sommerebbero ai 188 milioni di disoccupati nel mondo nel 2019. L'OIL stima anche che tra 8,8 e 35 milioni di persone in più si siano trovate in condizioni di povertà lavorativa in tutto il mondo. Gli effetti della crisi sulle ore lavorate e sul reddito sono imponenti: nel secondo semestre del 2020, ad esempio, le stime hanno previsto una riduzione, a livello globale, delle ore lavorate pari a 17,3% rispetto al numero di ore nel quarto trimestre del 2019. Questa riduzione equivale a 495 milioni di posti di lavoro a tempo pieno. Questa crisi potrebbe avere un impatto maggiore su alcuni gruppi di lavoratori e lavoratrici, aumentando le disuguaglianze.¹⁰³ Mentre la situazione di incertezza economica dovuta in gran

¹⁰² E. Prasad, E. Wu, *April 2020 update to TIGER: The coronavirus collapse is upon us*, report of Brookings, 12 aprile 2020, disponibile su: <https://www.brookings.edu/research/april-2020-update-to-tiger-the-coronavirus-collapse-is-upon-us/>

¹⁰³ Organizzazione Internazionale del Lavoro, *Vertice mondiale dell'OIL sul COVID-19 e il mondo del lavoro- nota di sintesi*, 24 giugno 2020, report disponibile su: <https://www.ilo.org/rome/approfondimenti/>

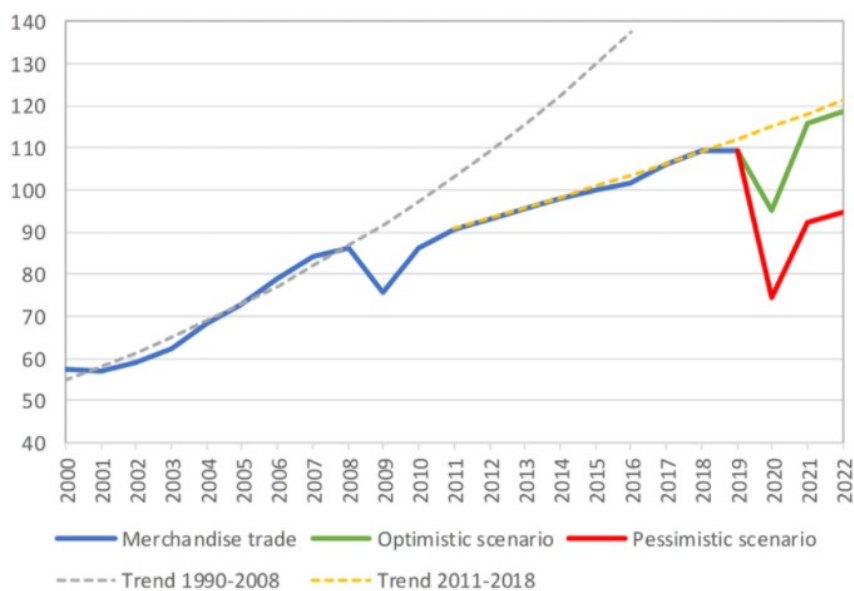
parte alla crisi dei mutui sui mercati finanziari causò un aumento della disoccupazione di 5 milioni di persone in tutto il mondo, con tassi maggiori negli Stati Uniti, numeri nettamente inferiori a quelli registrati nel 2020.¹⁰⁴

Persino il commercio mondiale merci è destinato a subire un arresto, precipitando tra il 13% e il 32% a causa della pandemia COVID-19; quasi tutte le Nazioni hanno subito cali a due cifre dei volumi commerciali nel 2020, con un maggior impatto per quei settori che hanno presentato una catena del valore complessa, in particolare, il settore elettronico e automobilistico. La Figura 1.3. evidenzia che il declino commerciale del 2020 supera molto probabilmente il crollo commerciale provocato dalla crisi finanziaria del 2008-2009. Il commercio presentava segni di rallentamento già nel 2019 prima che il virus colpisse, appesantito dalle tensioni commerciali e dalla frenata della crescita economica. Dopo la crisi finanziaria del 2008-2009 il commercio non era mai tornato alla sua tendenza precedente, rappresentata dalla linea grigia tratteggiata. Se si fa riferimento ad una visione ottimistica, se la pandemia verrà controllata e il commercio riprenderà ad espandersi, la maggior parte delle Nazioni potrebbero registrare rimbalzi a due cifre nel 2021.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Organizzazione Internazionale del Lavoro, *OIL: la crisi finanziaria potrebbe causare 5 milioni di disoccupati in più nel 2008*, 23 gennaio 2008, report disponibile su: <https://www.ilo.org/rome/risorse-informative/comunicati-stampa/>

¹⁰⁵ R. Azevedo, *Trade set to plunge as COVID-19 pandemic upends global economy*, World Trade Organization, 8 aprile 2020, articolo disponibile su: <https://www.wto.org/english/>

Figura 1.3. Volume degli scambi mondiali di merci 2000- 2022.



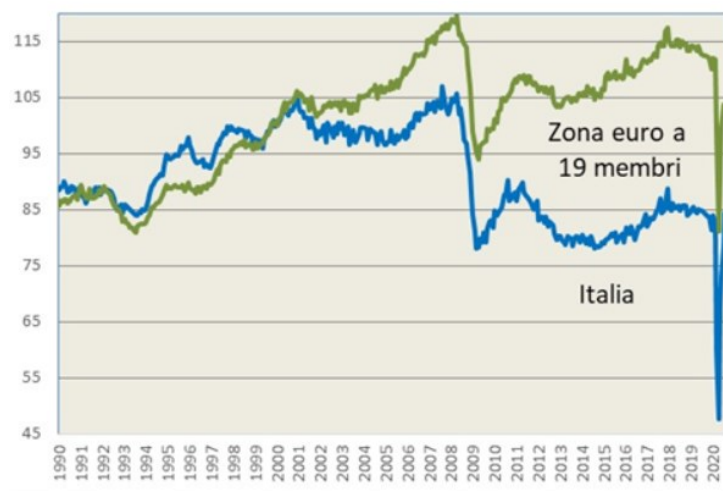
FONTE: R. Azevedo, *Trade set to plunge as COVID-19 pandemic upends global economy*, World Trade Organization, grafico disponibile su: <https://www.wto.org/english/>

Lo shock economico prodotto dalla pandemia da COVID-19 si presuppone maggiore e non solo in termini di caduta del PIL, ma anche considerando le conseguenze geopolitiche e sociali. Nel 2008 gli effetti del tracollo finanziario si riversarono sull'economia reale che continuò a funzionare, con la crisi pandemica il tessuto produttivo ha subito un vero e proprio arresto causando un crollo dei consumi determinato dal confinamento a casa delle persone e dalla chiusura delle unità produttive. Arresto che si è verificato da est a ovest del mondo intero, seguendo la diffusione del virus, molti Paesi, per di più, hanno reagito alla pandemia con la chiusura delle frontiere, l'interruzione dei voli e il blocco degli

spostamenti interni provocando un'interruzione della catena di fornitura internazionale per le attività produttive e non ed il cambiamento dell'assetto della globalizzazione.¹⁰⁶

La figura 1.4. evidenzia il calo della produzione industriale in Italia e nell'eurozona, misurata dall'indice della produzione industriale che analizza la variazione nel tempo del volume fisico della produzione effettuata dal settore industriale, con evidente maggiore diminuzione nel 2020 a dimostrazione del periodo di arresto produttivo.¹⁰⁷

Figura 1.4. Andamento della produzione industriale



FONTE: Elaborazione DIPE su dati OCSE.

Disponibile su: <http://www.programmazioneeconomica.gov.it/2018/12/20/andamenti-lungo-periodo-economia-italiana/>

¹⁰⁶ R. Iannuzzi, *Il Coronavirus cambierà il volto del pianeta. Anche se questa crisi non è colpa sua*, Il Fatto Quotidiano, 3 aprile 2020, disponibile su: <https://www.ilfattoquotidiano.it/>

¹⁰⁷ Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica, *Gli andamenti di lungo periodo dell'economia italiana*, dati disponibili su: <http://www.programmazioneeconomica.gov.it/2018/12/20/andamenti-lungo-periodo-economia-italiana/>

La pandemia ha messo a nudo la totale impreparazione del mondo globalizzato che proprio l'interconnessione dei rapporti alla base della globalizzazione ha resa così fulminea. Il COVID-19 però non è stato l'unico responsabile del sempre più marcato risentimento verso la globalizzazione e l'apertura dei confini nazionali. Il tracollo del modello neoliberista globalizzato è stato una delle cause all'origine della crisi del debito sovrano, dell'aumento delle tensioni fra America e Cina e dell'ascesa dei sovranisti che favorì la vittoria di Donald Trump, che segnò a sua volta l'inizio della guerra dei dazi. Il Coronavirus sorto in questo panorama internazionale ormai deteriorato rischia di accelerare le conclusioni, determinando una spaccatura ancora più profonda.¹⁰⁸

Queste crisi sono diverse per certi aspetti e simili in altri, in tutte le crisi finanziarie ed economiche i Governi e le Banche centrali sono intervenute con la politica monetaria e fiscale per contrastare la recessione e fornire sostegno temporaneo al reddito di imprese e famiglie. Le Banche centrali entrano in gioco per immettere liquidità nel sistema bancario e quindi economico, per cercare di dare respiro agli operatori economici, per dare segnali positivi al mercato e per far ripartire gli investimenti e i consumi. Le riforme e le misure per arginare le crisi economiche attuate negli anni sono per lo più simili anche se presentano delle differenze. La *Federal Reserve* e il Governo americano decisero di immettere

¹⁰⁸ R. Iannuzzi, *Il Coronavirus cambierà il volto del pianeta. Anche se questa crisi non è colpa sua*, Il Fatto Quotidiano, 3 aprile 2020, disponibile su: <https://www.ilfattoquotidiano.it/>

liquidità nel mercato bancario per un ammontare di 7700 miliardi di dollari al tasso dello 0,16% nel triennio 2007-2009. Dall'altra parte dell'oceano la Bce varò negli anni a seguire varie aste di liquidità culminate nel 2015 con il *Quantitative easing*, un programma di acquisto di titoli non convenzionale che abbassò notevolmente i rendimenti dei debiti sovrani dell'eurozona. Mentre, per la crisi da COVID-19 le politiche economiche attuate per l'anno 2020 sono state coraggiose proprio per cercare di dare respiro ai conti pubblici: la Fed ha annunciato un *Quantitative easing* dal valore di 700 miliardi di dollari oltre ad un'iniezione di emergenza di liquidità momentanea pari a 1.500 miliardi a *Wall Street*; la *People's Bank of China* ha ridotto i tassi di finanziamento a medio termine e i tassi di riferimento sui prestiti, immettendo nell'economia un totale di 400 miliardi di yuan; la Bce ha attivato la clausola di salvaguardia del patto di stabilità e ha annunciato una serie di riforme tra cui il *Quantitative easing* dal valore di 750 miliardi di euro.¹⁰⁹ A differenza del passato Christine Lagarde ha deciso di attuare il piano PEPP invece che, come si era fatto per la crisi del debito sovrano, il piano OMT. Quest'ultimo fu varato per risollevarne l'economia dei singoli Paesi in difficoltà, si trattava di un programma con condizionalità legate a politiche fiscali e strutturali e dunque a squilibri macroeconomici provocati anche dalle scelte politiche e fiscali degli Stati stessi. Questo tipo di condizionalità non ha nulla a che fare con la situazione pandemica,

¹⁰⁹ Articolo scritto da Orizzonti Politici per Econopoly, *Coronavirus cosa ci insegnano le crisi del passato*, Il Sole 24 Ore, 23 marzo 2020, disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2020/03/23/coronavirus-crisi-passato/>

il PEPP va oltre: senza che lo Stato rispetti alcuna condizionalità la Bce ha acquistato titoli di Stato per abbassare la curva dei rendimenti e tenere sotto controllo anche gli spread, in aggiunta ha prestato soccorso a tutti i 19 Paesi indistintamente, dato che il Coronavirus ha colpito tutte le Nazioni.¹¹⁰

Il supporto delle Banche centrali durante una crisi economica, nell'erogare liquidità è necessario per assicurare la sopravvivenza nel breve periodo degli operatori economici, ma si ipotizza del tutto superfluo nel medio e lungo periodo in quanto può determinare un aumento dell'indebitamento e il verificarsi del rischio di default che scoraggia le politiche di investimento e rallenta il ritmo di ripresa economica ad un livello precrisi. Gli istituti di credito sono entrati nella crisi pandemica in una situazione notevolmente più sana rispetto alla crisi finanziaria del 2008-09; le aziende si sono rivolte alle proprie banche per la fornitura di liquidità una volta iniziata la crisi, attingendo a fondi di linee di credito in essere o attraverso l'apertura di nuove, le banche dal canto loro hanno presentato dei bilanci più sicuri rispetto a quelli del periodo della crisi dei *mutui subprime* e di fatto sono state in grado di supportare le esigenze di finanziamento delle imprese.¹¹¹

Le imprese reagiscono in maniera differente alle crisi finanziarie, se è pur vero che in fase di shock economico, cercano di accumulare liquidità e frenare gli

¹¹⁰ I. Bufacchi, *I 4 bazooka della Bce pronti a "sparare" contro il virus*, Il Sole 24 Ore, 4 maggio 2020, disponibile su: <https://24plus.ilsole24ore.com/>

¹¹¹ A. Ellul, I. Erel, U. Rajan, *The COVID-19 pandemic crisis and corporate finance*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 423- 424.

investimenti, molte altre decidono di continuare ad investire e promuovere nuovi progetti. Dimostrazioni provengono dal *modus operandi* di molte imprese, per esempio quelle di dimensioni notevoli e solide finanziariamente, non subirono alcun effetto della diminuzione di credito durante la crisi del 2008-09.¹¹² Al contrario, durante la crisi pandemica le imprese indipendentemente dalla dimensione, settore di appartenenza e situazione patrimoniale ricorsero ad un aumento delle proprie disponibilità liquide attraverso il prelievo delle linee di credito. Da un'analisi dei prelievi cumulativi giornalieri delle linee di credito effettuata su 1.971 imprese non finanziarie americane emerge che questi sono stati più raggruppati e l'intensità di essi risulta essere più consistente in poche settimane durante l'inizio dell'epidemia che durante tutta la crisi finanziaria del 2008, da come emerge nella tabella 1.2.¹¹³

Tabella 1.2. La “corsa al contante” di aziende con diverso livello di rating nel 2008 e nel 2020

	Undrawn CL	Expected 2008 drawdown rate (%)	Expected drawdowns	Actual drawdowns					
				March drawdowns	March drawdown rate (%)	April drawdowns	April drawdown rate (%)	March & April drawdowns	March & April drawdown rate (%)
AAA-A	322,183	17.00	54,771	25,872	8.03	2,200	0.74	28,072	8.71
BBB	449,817	23.80	107,056	136,766	30.40	11,684	3.73	148,450	33.00
NonIG	309,163	28.50	88,111	102,256	33.08	18,744	9.06	121,000	39.14
Unrated	162,725	39.20	63,788	33,034	20.30	6,012	4.64	39,047	24.00
Total	1,243,888		313,726	297,928		38,640		336,568	

FONTE: V. V. Acharya, S. Steffen, *the risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, The Review of Corporate Finance, table 4, p. 448.

¹¹² M. Campello, J. R. Graham, C. R. Harvey, *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, Journal of Financial Economics, vol. 79, n. 3, settembre 2010, p. 486.

¹¹³ V. V. Acharya, S. Steffen, *the risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, The review of corporate finance, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, pp. 445- 448.

La tabella 1.2. differenzia le imprese non finanziarie statunitensi in relazione al loro livello di rischio, mostra un confronto tra l'utilizzo della linea di credito delle imprese tra marzo e aprile 2020 con i tassi di utilizzo delle linee di credito alla fine del 2008. La prima colonna fa riferimento al tasso di prelievo previsto che si differenzia dalla terza colonna che evidenzia il tasso di prelievo effettivo alla fine del 2008, inferiore al tasso di prelievo nel mese di marzo e aprile 2020 in particolare per le imprese classificate come BBB e Non Investment Grade, ovvero imprese con elevato livello di rischio.¹¹⁴

In sostanza, la crisi da COVID-19 è prima di tutto una crisi sanitaria in cui si combatte un nemico invisibile che ha provocato paura, confusione e pessimismo, sentimenti che inevitabilmente si sono riflessi sul tessuto economico e produttivo che ne hanno causato l'arresto generalizzato della produzione industriale, provocando una contrazione della domanda dei consumi e una diminuzione dei profitti delle imprese senza precedenti, sia delle economie emergenti che di quelle avanzate; per contro, nel passato le crisi finanziarie andavano ad intaccare la produzione soltanto come riflesso del calo degli investimenti coinvolgendo non tutte e non nello stesso modo le Economie mondiali. Poi, analizzando i contributi dei Governi e delle banche, sebbene il notevole sostegno monetario e fiscale, superiore a quello delle precedenti crisi finanziarie, si possa notare che questi non

¹¹⁴ V. V. Acharya, S. Steffen, *the risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, The Review of Corporate Finance, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, p. 445- 448.

hanno scaturito l'effetto desiderato dato non si è verificato un aumento della domanda aggregata e quindi una seppur lenta ripresa. La conseguente crisi economica è diversa da qualsiasi cosa il mondo abbia già visto, siamo di fronte ad una situazione senza precedenti in cui gli effetti economici vanno di pari passo con l'incertezza per il futuro.¹¹⁵

¹¹⁵ G. Gopinath, *The great Lockdown through a Global Lens*, International Monetary Fund, 16 giugno 2020, articolo disponibile su: <https://blogs.imf.org/2020/06/16/the-great-lockdown-through-a-global-lens/>

CAPITOLO 2

Crisi da COVID-19 e le imprese: impatto sulla struttura finanziaria

SOMMARIO: 2.1. Le determinanti della struttura finanziaria. 2.2. La composizione della struttura del capitale: com'è cambiata e come cambierà. 2.3. Crisi di liquidità e fabbisogno finanziario: primi risultati empirici dall'Italia.

2.1. Le determinanti della struttura finanziaria

L'impresa che deve sostenere lo sviluppo di nuovi progetti può decidere se emettere debito o capitale netto. Attraverso il processo di definizione della struttura finanziaria si può incidere sul valore economico dell'impresa; se l'impresa decide di finanziarsi totalmente attraverso l'emissione di azioni ordinarie, il valore che ne deriva apparterrà agli azionisti, nel caso in cui decide di emettere titoli di debito il valore dell'impresa remunererà azionisti e obbligazionisti. L'insieme delle fonti di finanziamento delle attività aziendali costituisce la struttura finanziaria, l'obiettivo è quello di massimizzare il suo valore di mercato.

La ricerca di un profilo ottimale tra debito e mezzi propri, che punti a massimizzare il valore dell'impresa minimizzando il costo di acquisizione delle risorse finanziarie, ha negli anni indotto molti ricercatori di finanza aziendale ad elaborare modelli che potessero indirizzare le scelte dell'impresa. La finanza aziendale non ha prodotto un modello di struttura finanziaria ottimale, universalmente riconosciuto ed approvato, a causa delle difficoltà di racchiudere in un solo modello tutte le determinanti della struttura finanziaria.¹¹⁶

Gli studi condotti da B. Graham, L. Dodd e D. Durand, partono dalla considerazione che il rapporto prezzo delle azioni/utili non sia influenzato da moderati livelli di indebitamento della struttura del capitale e sostengono l'esistenza di una fascia ottimale di utilizzo dell'indebitamento che permette di minimizzare il costo medio del capitale e massimizzare il valore dell'impresa. Quindi, un'impresa ha la possibilità di incrementare il suo valore complessivo abbassando il suo costo medio ponderato del capitale, mediante il ricorso a un mirato utilizzo della leva finanziaria. Infatti, fino ad un certo livello di indebitamento, il beneficio goduto dall'impresa nel ricorso a una fonte di finanziamento meno onerosa non è completamente eroso dal maggiore rendimento richiesto dagli azionisti sul capitale proprio in ragione dei rischi addizionali sopportati per effetto della variazione della

¹¹⁶ N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp. 10-15.

struttura finanziaria.¹¹⁷ Nella loro visione, esiste un rapporto debiti/ capitale proprio ottimale, un rapporto per il quale il costo medio ponderato del capitale è minimo e il valore dell'impresa è massimo; fino al raggiungimento della struttura finanziaria ottima, l'incidenza in aumento del crescente rendimento del capitale proprio sul costo medio ponderato del capitale è più che compensata dall'incidenza in diminuzione sullo stesso del più basso costo del debito; oltre il rapporto ottimale si verifica il contrario. Da questa teoria consegue che, il mercato preferisce titoli di aziende meno indebitate, gli investitori percepiscono tali strumenti finanziari come meno rischiosi e quindi appartenenti ad un range di sicurezza in cui poter agire.¹¹⁸

Supponendo di voler trovare la combinazione perfetta tra le fonti, il teorema di Franco Modigliani e Merton Miller costituisce la base della moderna teoria della struttura del capitale. Le proposizioni fondamentali di questo teorema sono tre e si fondano sul concetto di invarianza. L'invarianza del valore dell'impresa in

¹¹⁷ Il costo medio ponderato del capitale non è altro che la media dei costi delle varie fonti di finanziamento, ponderata in base al peso che ciascuna di tali fonti ha rispetto al totale della struttura finanziaria: $wacc = E / (D+E) re + D / (D+E) rd$. Il costo del debito viene rappresentato come meno oneroso della raccolta di mezzi propri, all'aumentare dell'indice di indebitamento dell'impresa, il costo medio ponderato del capitale diminuisce, raggiunto un certo livello anche il wacc subisce un aumento per effetto dell'incremento del costo dei mezzi propri.

N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp. 15- 17.

¹¹⁸ D. Durand, *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*, in Conference on Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research, New York, 1952, pp. 246-247.

relazione alla struttura delle passività e l'invarianza del valore dell'impresa in relazione alla politica dei dividendi.¹¹⁹

La I proposizione afferma che, in assenza di imposte, nel caso in cui il fallimento, anche se presente, non comporti nessun costo e più in generale l'impresa operi in un mercato finanziario perfetto, ovvero competitivo privo di attriti e di asimmetria informativa, l'ammontare e la struttura del debito assunto non influiscono sul valore dell'impresa, cosicché non esiste un rapporto ottimale di indebitamento rispetto ai mezzi propri. Valore, inteso come valore di mercato delle sue azioni e del suo debito, uguale al valore attuale scontato del flusso di cassa atteso dell'impresa, dove il tasso di sconto usato per attualizzare tale flusso è il tasso di rendimento richiesto per le imprese della stessa "classe di rischio"¹²⁰ dell'impresa considerata; ciò implica che il valore dell'impresa è completamente determinato da tale tasso di sconto e dai flussi di cassa generati dalle attività reali dell'impresa e quindi, del tutto indipendente dalla composizione delle passività usate per finanziare le attività patrimoniali. Pertanto, a parità di risultati economici e di rischiosità operativa, un'impresa *levered* e un'impresa *unlevered* hanno lo stesso valore poiché il tasso di attualizzazione non varia al variare della struttura

¹¹⁹ M. Pagano, *The Modigliani- Miller theorems: a cornerstone of finance*, Centre for studies in economics and finance, working paper n. 139, Maggio 2005, pp. 7- 8.

¹²⁰ Imprese accomunate dal medesimo costo del capitale e dalle medesime caratteristiche strutturali e finanziarie che comportano una risposta simile a shock economici esogeni.

finanziaria.¹²¹ La dimostrazione di tale assunto si basa su tale ragionamento: gli investitori impiegando denaro in obbligazioni e azioni possono conseguire con le loro strategie finanziarie, lo stesso rendimento che può essere offerto loro da imprese con qualsiasi struttura finanziaria. Quindi, se diversi investimenti finanziari generano il medesimo rendimento, allora anche il valore di tali investimenti deve coincidere e quindi il valore di un'impresa non dipende da come essa si finanzia.¹²² Il teorema implica inoltre che, il costo medio del capitale è anch'esso indipendente dalla struttura e dal volume del debito ma pari al rendimento richiesto dagli investitori per le imprese appartenenti alla stessa "classe di rischio"; anche se in un primo momento il debito potrebbe sembrare più economico del capitale proprio a causa dell'assenza di un premio per il rischio, l'aumento della leva finanziaria non ridurrebbe il costo medio del capitale perché il suo effetto verrebbe compensato dal maggior costo del capitale proprio.¹²³

Dalla I proposizione è possibile derivare la II proposizione, relativa al tasso di rendimento atteso sui titoli emessi da un'impresa che è pari al reddito operativo diviso il valore totale di mercato dei titoli. Siccome il mercato è perfetto, le decisioni di indebitamento non influenzano né il suo reddito operativo né il valore totale di

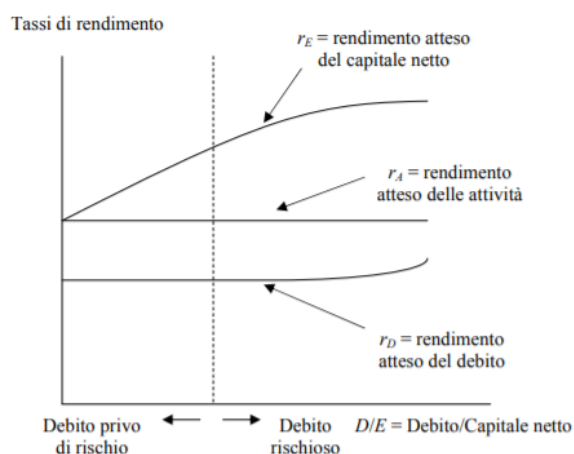
¹²¹ F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, n. 3, giugno 1958, pp. 268-269.

¹²² O. Domenichelli, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 59-60.

¹²³ M. Pagano, *The Modigliani- Miller theorems: a cornerstone of finance*, Centre for studies in economics and finance, working paper n. 139, Maggio 2005, p. 8.

mercato dei suoi titoli, ne consegue che anche in presenza di indebitamento il rendimento atteso rimarrà invariato.¹²⁴ Le implicazioni della II proposizione sono individuabili nella figura 2.1: se l'indebitamento fino ad una certa soglia è privo di rischio, il rendimento atteso del capitale netto aumenta linearmente fino al punto in cui il debito non diventa rischioso, dopo di che l'incremento del grado di indebitamento determina un trasferimento parziale del rischio operativo sui possessori di titoli di debito e quindi il rendimento atteso del capitale netto aumenta più lentamente e il rendimento atteso del debito aumenta.¹²⁵

Figura 2.1. Andamento del rendimento atteso del capitale netto al variare del rapporto di indebitamento secondo Modigliani- Miller



FONTE: N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, figura 1.2, p. 23.

¹²⁴ F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, n. 3, giugno 1958, p. 271.

¹²⁵ N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp. 22-23.

Infine, la III proposizione di Modigliani Miller riguarda una semplice regola per una politica di investimento ottimale da parte dell'impresa, può essere così enunciata: se un'impresa appartenente ad una determinata "classe di rischio", che agisce nell'interesse dei suoi azionisti, sfrutterà un'opportunità se e solo se il tasso di rendimento dell'investimento sarà uguale o superiore al rendimento del capitale proprio in assenza di debito e tale decisione non dipenderà dal tipo di titolo utilizzato per finanziare l'investimento.¹²⁶

Pertanto, se i tradizionalisti concordano sull'esistenza di una struttura finanziaria ottimale, identificandola nel valore minimo del costo del capitale, Modigliani e Miller sostengono l'indifferenza di tale rapporto riferito al costo del capitale, sostenendo che il rischio generato da un aumento del livello di indebitamento si traduce in un maggior rendimento atteso per gli investitori del capitale di rischio e poi di debito, tale maggior rendimento non si riflette sul rendimento delle attività dell'impresa che rimane costante anche in presenza di variazioni di debito.¹²⁷

Se la politica di debito fosse irrilevante, i rapporti di indebitamento dovrebbero essere casuali, nella realtà ciò non avviene, addirittura i manager si preoccupano

¹²⁶ F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, n. 3, giugno 1958, p. 288.

¹²⁷ N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp. 24-26.

della politica del debito, andando a ricercare tutte le informazioni correlate quali: le imposte, i conflitti di interesse, i tassi d'interesse, i dividendi, per conoscere le imperfezioni del mercato e comportarsi di conseguenza. Per questi motivi, negli anni, sono state elaborate modifiche e sviluppi del modello di Modigliani Miller.¹²⁸

Alcuni studiosi e gli stessi autori si soffermarono ad analizzare le ipotesi e i contenuti del modello di Modigliani Miller, per prima cosa misero in discussione l'ipotesi di esistenza di mercati perfetti.¹²⁹ Altre considerazioni furono formulate sul costo del capitale di debito, i mercati offrono tassi di interesse a scadenza variabili, che tendono ad aumentare all'aumentare del rapporto di indebitamento. Infatti, vi sono diversi tassi di interesse applicati in relazione alle caratteristiche di chi emette il debito e alle difficoltà che incorre colui che accede al finanziamento, a mano a mano che aumenta il livello di indebitamento di un'impresa, si incrementa la sua rischiosità e peggiorano le condizioni a cui il sistema è disposto a concedere ulteriore credito.¹³⁰

Le critiche mosse da altri autori indussero Modigliani e Miller ad effettuare una revisione del loro modello introducendo la presenza di imposte societarie per affermare che il valore di mercato di un'impresa indebitata è pari al valore di

¹²⁸ M. H. Miller, *The Modigliani- Miller propositions after thirty years*, Journal of Economic Perspectives, vol. 2, n. 4, 1988, p. 102.

¹²⁹ F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, n. 3, giugno 1958, p. 281.

¹³⁰ F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, n. 3, giugno 1958, pp. 273-276.

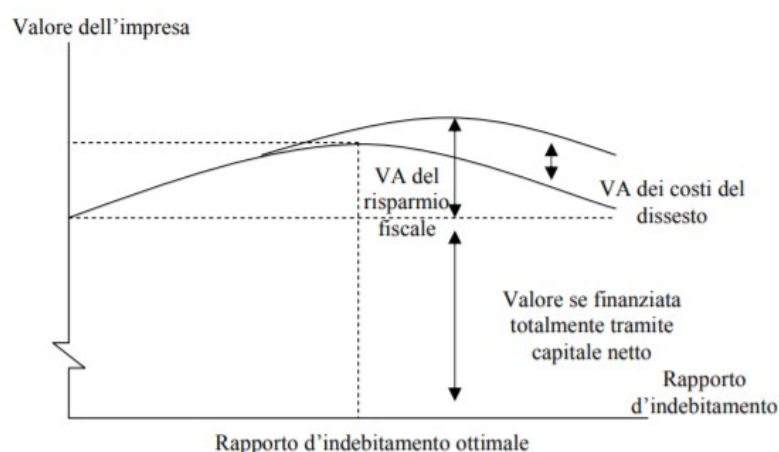
mercato di un'impresa finanziata esclusivamente tramite capitale proprio aumentato del valore attuale dei benefici fiscali. Pertanto, il valore dell'impresa è correlato al suo rapporto di indebitamento. Considerando il costo del capitale proprio come fiscalmente non deducibile per l'impresa e il costo del capitale di debito deducibile, gli interessi sui debiti generano un risparmio fiscale. Il valore attuale del risparmio fiscale dipende dall'ammontare del debito e dalla tassazione societaria. Durante le loro ricerche, riconobbero che il trattamento preferenziale del debito nel sistema fiscale degli Stati Uniti implicava che, una struttura finanziaria ottimale avrebbe richiesto un rapporto di indebitamento superiore di quello osservato. Inoltre, l'introduzione della tassazione individuale comportò ulteriori cambiamenti nelle loro affermazioni, il rapporto di indebitamento doveva essere modificato per tenere conto della diversa tassazione del reddito da interessi e dei guadagni in conto capitale a livello individuale.¹³¹

Altri studiosi adottarono prospettive diverse con l'obiettivo di considerare un costo che compensasse i vantaggi fiscali del debito, e lo identificarono nei costi di fallimento. L'inserimento dei costi di fallimento, non previsti nell'approccio di Modigliani e Miller (1958), implica che un aumento del rapporto di indebitamento se da un lato accresce il valore dell'impresa per effetto dei corrispondenti benefici fiscali, dall'altro espone l'impresa al rischio di fallimento che rappresenta un costo

¹³¹ F. Modigliani, M. Miller, *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, The American Economic Review, vol. 53, n. 3, giugno 1963, pp. 433-441.

perché gli investitori e gli altri stakeholder, consapevoli delle difficoltà in cui versa l'impresa, se ne fanno carico e indubbiamente ciò si riflette sul valore dell'impresa. Valore dell'impresa che viene calcolato come somma attualizzata tra il valore dell'impresa se finanziata tramite il capitale netto e il valore del beneficio fiscale a cui si sottrae il valore del rischio del dissesto.¹³² Tale considerazione porta ad una scelta di struttura finanziaria, definibile ottima, come rappresentato dalla figura 2.2.

Figura 2.2. Risparmio fiscale, costi del dissesto e valore dell'impresa



FONTE: N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, figura 1.8, p. 36.

Il valore attuale del risparmio fiscale inizialmente aumenta, all'aumentare dell'indebitamento dell'impresa; in corrispondenza di livelli moderati di indebitamento, le probabilità del dissesto sono irrilevanti, quindi il valore attuale

¹³² M. Pagano, *The Modigliani- Miller theorems: a cornerstone of finance*, Centre for studies in economics and finance, working paper n. 139, Maggio 2005, pp. 8-9.

del dissesto è minimo mentre massimo è il valore attuale del beneficio fiscale. In presenza di consistenti livelli di *leverage*, i costi del dissesto cominciano a crescere a causa dell'aumento della probabilità di fallimento, un ulteriore aumento del *leverage* provoca un aumento del valore attuale dei costi del dissesto superiore al valore attuale del risparmio fiscale incrementale. L'ottimo si raggiunge quando l'incremento del valore attuale dei risparmi fiscali dovuti ad un maggior indebitamento viene compensato dall'incremento del valore attuale dei costi del dissesto, dato che in questa situazione viene massimizzato il valore dell'impresa.¹³³ Gli autori Kraus e Litzenberger attraverso la teoria del *trade-off* propongono la tesi dell'esistenza di un livello di indebitamento ottimale che è appunto un *trade-off* tra “il valore attuale dello sconto fiscale associato a un aumento marginale della leva finanziaria e il valore attuale del costo marginale degli svantaggi dell'aumento della leva finanziaria”.¹³⁴

Il riconoscimento dei benefici e dei costi del debito ha portato nel corso degli anni, successivi alle proposizioni di Modigliani e Miller, allo sviluppo di una serie di teorie sulla struttura finanziaria che si basano sul mettere in discussione gli assunti alla base delle teorie di Modigliani e Miller per individuare la giusta

¹³³ N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp. 35- 37.

¹³⁴ A. Kraus, R. H. Litzenberger, *A state- preference model of optimal financial leverage*, *The Journal of Finance*, vol. 28, n. 4, settembre 1973, pp. 911-912.

combinazione delle fonti di finanziamento che determinino la massimizzazione del valore aziendale.

Il modello di Jensen e Meckling si fonda sull'esistenza di costi di agenzia che il principale e l'agente dovrebbero sostenere per limitare l'ambito di discrezionalità dell'uno e ridurre appunto il rischio di comportamenti sub-ottimali. Il principale può limitare le divergenze rispetto al suo interesse stabilendo incentivi adeguati all'agente e sostenendo costi di monitoraggio, predisposti per limitare le attività aberranti. In sintesi, i due autori definiscono i costi di agenzia come la somma dei costi di monitoraggio sostenuti dal principale, i *bonding costs* sostenuti dall'agente e la perdita residuale.¹³⁵ Un primo rapporto di agenzia è quello che sorge tra azionisti e manager, i primi possiedono la proprietà, i secondi si occupano del controllo. I costi che ne derivano sono collegati alle divergenze tra gli interessi delle due parti, i dirigenti, non possedendo la totalità dei diritti sul valore residuale dell'impresa, sono indotti a non perseguire esclusivamente gli interessi degli azionisti, ma anche i loro. Nel caso in cui il manager è l'unico proprietario, non sussistono costi di agenzia in quanto è impossibile che avvengano dei comportamenti opportunistici; invece, nel caso in cui le risorse finanziarie sono limitate, il manager non è solo e in parte possiede azioni, è pertanto costretto a ricorrere al mercato per l'investimento aggiuntivo, per massimizzare la propria

¹³⁵ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n. 4, ottobre 1976, pp. 308-310.

utilità, può consumare una quota superiore di flussi di cassa in forma di *benefit*.¹³⁶

Una possibile soluzione per ovviare ai costi d'agenzia risiede nel ricondurre sullo stesso piano gli interessi sia del manager che dell'azionista che nel lungo periodo incrementerebbero il valore dell'impresa a vantaggio di entrambi e di tutti gli altri portatori di interessi. Le attività di *bonding* si constano di accordi contrattuali in cui vengono stabiliti dei risarcimenti pecuniari nel caso di comportamenti dei manager non compatibili con il loro mandato fiduciario nei confronti degli azionisti.¹³⁷

Un'ulteriore strada per ridurre i costi d'agenzia e far convergere gli interessi dell'azionista e del manager è rappresentata dalle *stock-options*, al manager è concessa la facoltà di poter acquistare o di sottoscrivere azioni rappresentative del capitale di rischio dell'azienda.¹³⁸ Queste attività di monitoraggio e di *bonding* sono auspicabili solo se i benefici che producono sono maggiori dei costi e prefigurano un percorso di espansione del valore aziendale.¹³⁹

I conflitti di agenzia possono avere un'altra connotazione, ovvero del capitale di debito e si producono tra creditori e azionisti; gli azionisti agendo nel loro interesse aumentano l'indebitamento aziendale a discapito dei creditori sui quali

¹³⁶ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n. 4, ottobre 1976, 312-319.

¹³⁷ O. Domenichelli, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 74- 80.

¹³⁸ FTA Online news, *Stock option: cosa sono e come funzionano*, Borsa italiana, Milano, 22 marzo 2019, articolo disponibile sul sito: <https://www.borsaitaliana.it/>

¹³⁹ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n. 4, ottobre 1976, p. 326.

versano maggiormente le conseguenze del dissesto finanziario. In effetti, se gli investimenti effettuati che promettono elevati livelli di profitto vanno bene l'azionista cattura la maggior parte dei guadagni, se vanno male, i creditori ne sopportano la maggior parte dei costi. Pertanto, gli azionisti possono appropriarsi del valore eccedente che l'azienda abbia generato per effetto dei suoi investimenti, mentre ai creditori viene rimborsato solamente il valore del debito; gli azionisti non avranno nulla da perdere se l'investimento è rischioso, perché nel caso in cui avrà esito positivo verrà prodotto valore a loro beneficio, in caso contrario verrà intaccato esclusivamente il patrimonio dei creditori. Altrimenti, gli azionisti decidono di non intraprendere progetti che creano valore se questo è a vantaggio dei creditori, allo stesso modo possono sostenere piani di distribuzione di elevati dividendi per rientrare del capitale investito, iniziative tutte che penalizzerebbero i creditori. I costi di agenzia derivanti dalle divergenze di interessi tra azionisti e creditori corrispondono alla maggiore remunerazione richiesta da quest'ultimi e dai costi che l'impresa sostiene per mantenere buoni rapporti con gli istituti di credito.¹⁴⁰

La teoria dei costi di agenzia appartiene al filone di studi detto "manageriale" che individua nei costi d'agenzia i maggiori oneri per un'impresa che presenta tale dualità di potere o interessi che graverebbero sulle scelte inerenti alla struttura

¹⁴⁰ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n. 4, ottobre 1976, pp. 333-343.

finanziaria. Nella realtà si ricerca una situazione ottimale che minimizzi i costi di agenzia attraverso una combinazione delle fonti di finanziamento. L'ipotesi manageriale evidenzia un divario in termini di obiettivi tra proprietà e controllo, l'obiettivo del management risponde alle motivazioni di sopravvivenza e salute finanziaria dell'impresa nel lungo termine e di libertà nel prendere le decisioni strategiche senza subire influenze di soggetti esterni. Di fatto nella teoria manageriale il contrasto tra azionisti e manager si risolve a favore dell'obiettivo manageriale come punto di arrivo superiore rispetto a quello degli altri stakeholders.¹⁴¹

Non sappiamo come le aziende scelgono titoli di debito, azionari o ibridi che emettono. Abbiamo scoperto solo di recente che i cambiamenti nella struttura del capitale trasmettono informazioni agli investitori. Negli anni le teorie che si sono susseguite hanno fornito informazioni utili sulle scelte della combinazione della struttura del capitale, tradotte in consigli ai manager per ottenere una struttura ottimale. Non sappiamo però come le aziende scelgono tra titoli di debito, azionari o ibridi che decidono di emettere. La teoria del *pecking order* ovvia a questo interrogativo stabilendo un ordine gerarchico di scelte delle fonti di finanziamento a cui le imprese dovrebbero attenersi e si basa sulle ipotesi richiamate dal modello di Modigliani Miller, tranne che per la presenza di asimmetrie informative. L'ordine

¹⁴¹ N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp 55-58.

di scelta su cui si basa il modello vede le imprese preferire il finanziamento interno, ovvero utili non distribuiti, come seconda scelta il debito, poi preferire titoli ibridi come obbligazioni convertibili e in ultima ratio l'emissione di nuove azioni; la politica dell'impresa prevede che i dividendi vengano adattati alle opportunità di investimento. Il management sembrerebbe restio ad emettere azioni quando potrebbe incorrere in una sottovalutazione da parte del mercato del titolo e perciò preferire forme di indebitamento, mentre sarebbe propenso all'emissione azionaria quando vi è la minaccia di un dissesto e quindi la capacità di indebitamento viene meno. Il modello non si propone di individuare un mix ottimale debito- capitale netto ma, nasce dall'osservazione del comportamento reale nelle decisioni di finanziamento delle imprese ed individua una strategia finanziaria che le imprese prediligono nell'applicare le loro scelte.¹⁴² L'ipotesi dell'ordine gerarchico non è affatto nuova, in uno studio di Donaldson del 1961 sulle pratiche di finanziamento di un campione di grandi società emerge che “il management favorisce la generazione interna come fonte di nuovi fondi, anche con l'esclusione di fondi esterni, ad eccezione di occasionali inevitabili rigonfiamenti nella necessità di fondi”¹⁴³

¹⁴² N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp. 54-55.

¹⁴³ S. C. Myers, *The capital structure puzzle*, The Journal of Finance, vol. 39, n. 3, luglio 1984, pp. 581-585.

L'obiettivo della ricerca di una struttura finanziaria ottimale che ha negli anni interessato studiosi, ricercatori e manager trova il loro fondamento nella stessa ragion d'esistere dell'impresa: la creazione di valore rappresenta la misura della variazione periodica tra due periodi differenti del capitale economico dell'impresa, oltre le somme incassate e al netto di quelle eventualmente versate a titolo di incremento del capitale investito; dal punto di vista dell'azionista il valore è misurabile attraverso i dividendi ottenuti e il *capital gain* realizzato.

Nella logica di un'impresa orientata alla creazione di valore la struttura finanziaria e le decisioni ad essa correlate giocano un ruolo fondamentale, se la composizione delle fonti di finanziamento contribuisce ad incrementare il valore del capitale economico dell'impresa la politica finanziaria guida l'organo di governo alla creazione di valore. Si potrebbe affermare quindi che la struttura ideale per creare valore sia quella che minimizzi il costo medio ponderato del capitale; tuttavia, occorre verificare che tale struttura finanziaria sia compatibile con il profilo strategico dell'impresa e con il suo rischio operativo. Non sempre un reddito positivo è sinonimo di incremento del valore, anche se l'impresa lo conseguisse potrebbe essere accompagnato da un aumento della rischiosità aziendale che potrebbe danneggiare la competitività e la redditività futura dell'impresa.¹⁴⁴

¹⁴⁴ N. Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino, 2004, pp.105-107.

2.2. La composizione della struttura del capitale: com'è cambiata e come cambierà.

Le scelte di determinazione del mix debito/equity avvengono dopo un'attenta valutazione di vari fattori. Nei periodi di crisi finanziarie ed economiche le imprese, indipendentemente dalla loro dimensione, struttura del capitale e settore di appartenenza, sono tentate ad accumulare liquidità per motivi puramente precauzionali.

Lo scoppio della pandemia da COVID-19, che ha indotto i Governi di tutto il mondo a chiudere i propri confini per frenare la diffusione della malattia, ha provocato conseguenze gravi sulla catena degli approvvigionamenti e su quella commerciale, determinando un forte contraccolpo sui flussi di cassa delle imprese; sebbene in un primo momento si ipotizzava che le ripercussioni negative potessero essere temporanee, con il passare dei mesi sono stati stimati tempi sempre maggiori per una ripresa e per un ripristino ad una situazione pre-pandemia. Oltre ad una diminuzione dei profitti e quindi di effetti diretti sul capitale aziendale, le ripercussioni della crisi sono state anche indirette, riguardano: l'aumentato esogeno del rischio di insolvenza, i cambiamenti della struttura finanziaria e delle scelte future di investimento.¹⁴⁵ Basti pensare che al termine della Fase 1, maggio 2020, dopo tre mesi di lockdown generalizzato, le imprese italiane hanno affrontato una

¹⁴⁵ V. V. Acharya, S. Steffen, *The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, *The review of corporate finance*, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, pp. 430- 431.

forte difficoltà finanziaria: il 60% delle imprese ha subito un rallentamento e il 30% una battuta d'arresto delle attività durante la Fase 1, da metà febbraio a metà maggio 2020, con un peggioramento della gestione del capitale circolante a discapito della posizione finanziaria netta, solo una piccola parte residuale, pari al 10%, è riuscita a cogliere le nuove opportunità e quindi a riconvertire gli impianti produttivi o a beneficiare del fatto di operare in settori su cui il COVID-19 non ha prodotto impatti significativi.¹⁴⁶

Le aziende hanno sentito la necessità di rafforzare la dimensione aziendale, ribilanciando la propria posizione verso terzi attraverso un consolidamento dei debiti ed un'implementazione di strategie di patrimonializzazione per raggiungere posizioni che assicurassero la stabilità e la competitività nel medio- lungo periodo. A causa di un blocco di tre mesi dell'attività produttiva si stima che, le imprese italiane abbiano subito un'erosione del patrimonio netto aggregato di circa 170 miliardi di euro, questo costringerebbe 13.500 imprese ad avere nei prossimi anni un patrimonio netto negativo; il deficit di capitale proprio di queste imprese richiederà quindi un apporto di capitale proprio di 31 miliardi di euro. Questi numeri non riguardano solo l'Italia ma l'intera economia mondiale ed è probabile che la recessione da COVID-19 abbia effetti maggiori sulle piccole e medie imprese, che sono i motori della crescita dell'occupazione nella maggior parte dei

¹⁴⁶ M. Pincetti, E. Lanzillo, G. Falcone, F. Grillo, *I bisogni della Pmi per la ripresa post- Covid, la crisi come opportunità per evolvere i paradigmi aziendali*, articolo a cura di Confindustria, Intesa Sanpaolo e Deloitte, p. 5.

Paesi.¹⁴⁷ In queste circostanze il finanziamento alle imprese è importante per impedire che le sfide di liquidità si trasformino in sfide di solvibilità, infatti nel breve termine le imprese sono state in grado di raccogliere ingenti importi di debito. Durante i primi mesi dell'epidemia il finanziamento esterno è stato cruciale, le imprese hanno aumentato i loro livelli di liquidità a scopo precauzionale; le imprese di dimensioni maggiori sono ricorse invece, al mercato dei capitali mentre le piccole e medie imprese hanno fatto affidamento sul debito bancario e sui prelievi dalle linee di credito.¹⁴⁸

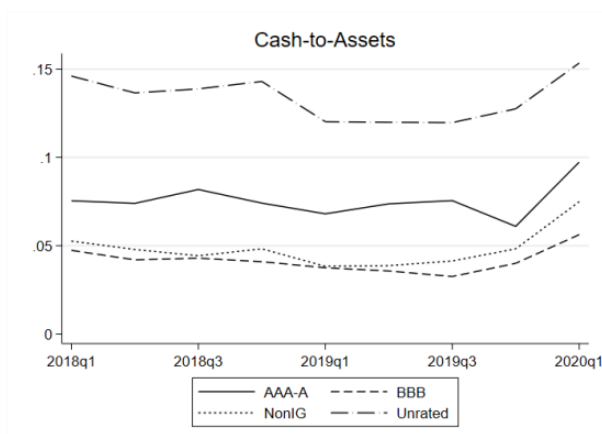
Da un campione di società non finanziarie statunitensi, suddivise per categorie di *rating*, è possibile vedere come durante la prima fase della crisi economica, tutte le imprese hanno aumentato i livelli di liquidità. Il grafico 2.3. mostra nello specifico i rapporti trimestrali tra liquidità e attività del campione delle imprese non finanziarie statunitensi, dal 2018 al 2020, evidenziando appunto una preferenza delle imprese per la liquidità.¹⁴⁹

¹⁴⁷ E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, pp. 535- 538.

¹⁴⁸ A. Ellul, I. Erel, U. Rayan, *The COVID-19 pandemic crisis and corporate finance*, *The review of corporate finance studies*, vol. 9, n. 3, novembre 2020, p. 423.

¹⁴⁹ V. V. Acharya, S. Steffen, *The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, pp. 431- 433.

Grafico 2.3. Liquidità e investimenti a breve termine sul totale delle attività



FONTE: V. V. Acharya, S. Steffen, *The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, figure 1, p. 432.

In particolare, dal medesimo campione è possibile notare che l'aumento della liquidità sia stata finanziata da un significativo aumento del debito, soprattutto per le imprese di bassa qualità creditizia, mentre per le imprese aventi un *rating* elevato riscontriamo un ricorso al mercato del capitale, attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni; di fatto le emissioni di obbligazioni societarie hanno registrato un notevole aumento dall'inizio della crisi pandemica, il dato sorprendente riguarda la scelta da parte delle imprese di emettere obbligazioni a lunga scadenza, in contrasto con quanto era successo per le crisi finanziarie precedenti.¹⁵⁰ In tutte le settimane di crisi, la scadenza media delle obbligazioni emesse è stata più lunga

¹⁵⁰ V. V. Acharya, S. Steffen, *The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, *The review of corporate finance*, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, pp. 440- 444.

della scadenza media delle obbligazioni emesse dalle stesse società in tempi normali. L'aumento del rischio di *rollover* potrebbe essere uno dei motivi delle scadenze più lunghe osservate: il rischio di *rollover* associato al debito a breve termine porterebbe a sotto investimenti durante periodi di volatilità economiche, pertanto si è ritenuto di aumentare le scadenze delle obbligazioni¹⁵¹ Per quanto riguarda l'attività di emissione di azioni durante le prime quattro settimane di crisi si è registrato un rallentamento, sia in termini di numero di emissioni che di proventi raccolti. Questo rallentamento è stato causato dall'ingente numero di IPO, *Initial Public Offer*, ritirate dal mercato. Il rallentamento del funzionamento del mercato azionario non è tuttavia proseguito per il periodo successivo, anzi oltre ad un normale funzionamento dell'attività di mercato si è registrato un incremento dell'attività dal mese di maggio 2020 e a seguire. Nel complesso i proventi raccolti sul mercato azionario sono stati inferiori a quelli raccolti sul mercato obbligazionario, eppure i mercati azionari sembrano aver funzionato bene durante la crisi fornendo capitale alle imprese¹⁵². Di fatto le società quotate sono state le meno fragili nella crisi COVID-19, sono state in grado di riequilibrare la loro struttura del capitale negoziando con i rispettivi creditori in modo da ristrutturare i loro debiti e ripristinare così i loro incentivi ad investire nuovamente, una volta che

¹⁵¹ M. Halling, J. Yu, J. Zechner, *how did COVID-19 affect firms' access to public capital markets?* The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 514- 515.

¹⁵²M. Halling, J. Yu, J. Zechner, *how did COVID-19 affect firms' access to public capital markets?* The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 519- 523.

la crisi si sarà attenuata; questo perché le società quotate possono emettere più facilmente nuove azioni e quindi indurre i loro creditori ad accettare una ristrutturazione dei loro crediti.¹⁵³ Comune a tutte le imprese è il non aver aperto nuove posizioni debitorie con istituti di credito ma, di riconvertire le linee di credito già esistenti. Nella tabella 2.1. vengono riportati i risultati dei test delle differenze in media dei componenti della struttura del debito.¹⁵⁴

¹⁵³ E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, pp. 564- 566.

¹⁵⁴ V. V. Acharya, S. Steffen, *The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, pp. 440- 444.

Tabella 2.1. Raccolta di liquidità

Full sample (N = 1,971)				
	Q4 2019	Q1 2020	<i>t</i> -test (diff)	<i>p</i> -value
Drawn CL/assets	0.035	0.054	0.019	<.001***
Drawn CL/(Drawn CL + Undrawn CL)	0.192	0.374	0.182	<.001***
Bond debt/assets	0.144	0.145	0.001	.422
Term loans/assets	0.083	0.082	-0.001	.175
Total debt/assets	0.334	0.358	0.024	<.001***
Cash/(Cash + Undrawn CL)	0.525	0.629	0.105	<.001***
AAA-A rating				
	Q4 2019	Q1 2020	<i>t</i> -test (diff)	<i>p</i> -value
Drawn CL/assets	0.003	0.012	0.009	<.001***
Drawn CL/(Drawn CL + Undrawn CL)	0.033	0.141	0.109	<.001***
Bond debt/assets	0.291	0.301	0.010	.11
Term loans/assets	0.007	0.008	0.001	.612
Total debt/assets	0.341	0.351	0.010	.07*
Cash/(Cash + Undrawn CL)	0.484	0.574	0.090	<.001***
BBB rating				
	Q4 2019	Q1 2020	<i>t</i> -test (diff)	<i>p</i> -value
Drawn CL/assets	0.011	0.030	0.019	<.001***
Drawn CL/(Drawn CL + Undrawn CL)	0.070	0.235	0.165	<.001***
Bond debt/assets	0.277	0.282	0.005	.02**
Term loans/assets	0.017	0.022	0.005	<.001***
Total debt/assets	0.360	0.378	0.018	<.001***
Cash/(Cash + Undrawn CL)	0.333	0.438	0.106	<.001***
NonIG rating				
	Q4 2019	Q1 2020	<i>t</i> -test (diff)	<i>p</i> -value
Drawn CL/assets	0.034	0.065	0.032	<.001***
Drawn CL/(Drawn CL + Undrawn CL)	0.161	0.426	0.265	<.001***
Bond debt/assets	0.225	0.225	0.000	.95
Term loans/assets	0.156	0.152	-0.004	.04**
Total debt/assets	0.484	0.520	0.036	<.001***
Cash/(Cash + Undrawn CL)	0.365	0.534	0.168	<.001***
Unrated				
	Q4 2019	Q1 2020	<i>t</i> -test (diff)	<i>p</i> -value
Drawn CL/assets	0.043	0.056	0.014	<.001***
Drawn CL/(Drawn CL + Undrawn CL)	0.260	0.407	0.147	<.001***
Bond debt/assets	0.074	0.075	0.001	.97
Term loans/assets	0.073	0.071	-0.002	.3
Total debt/assets	0.269	0.291	0.022	<.001***
Cash/(Cash + Undrawn CL)	0.626	0.707	0.080	<.001***

FONTE: V. V. Acharya, S. Steffen, *The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, The Review of Corporate Finance, vol. 9, n. 3, 23 luglio 2020, tabella 3, p. 442 con modifiche marginali.

Le aziende con rating AAA hanno aumentato le loro attività di emissione di obbligazioni; le imprese classificate come BBB, ovvero aventi un rischio accettabile e una capacità di copertura del debito bassa, hanno fatto affidamento sulle loro linee di credito in misura maggiore rispetto alle imprese più sicure al fine

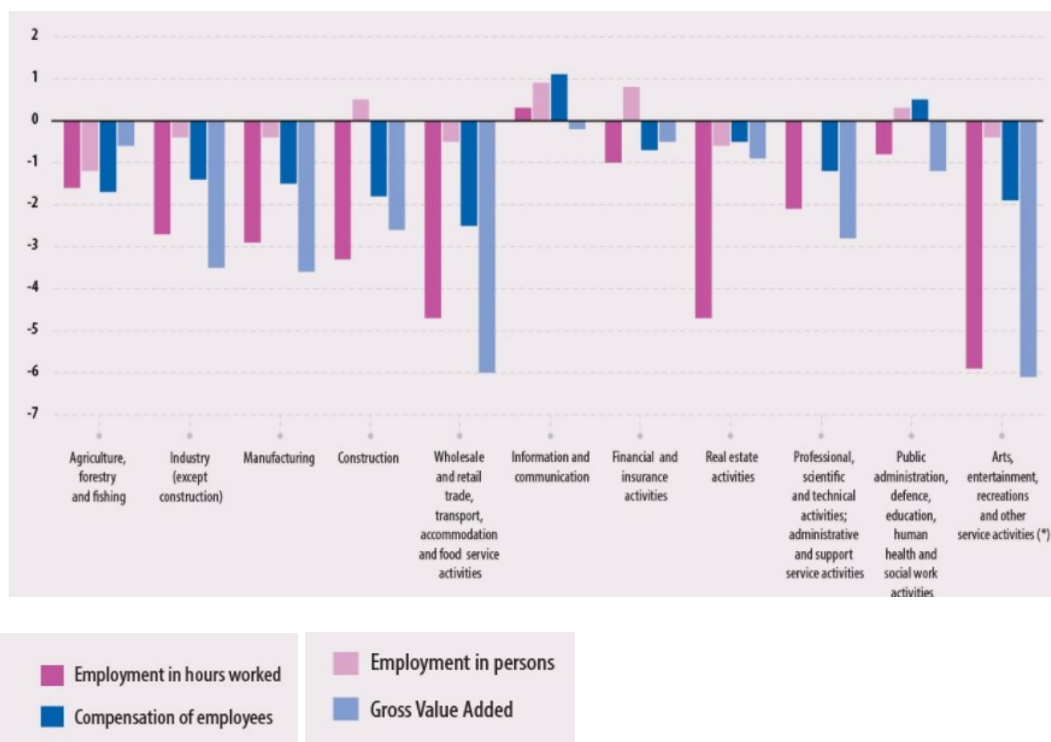
di rafforzare la loro posizione di cassa nel caso in cui avrebbero perso il loro status di investimento e quindi il loro accesso al mercato obbligazionario, rischiando di diventare i cosiddetti “*fallen angel*”.¹⁵⁵

A differenza dei tipici shock macroeconomici, lo shock COVID-19 ha segnato diversi settori con gravità ampiamente diversa, come mostrato dal Grafico 2.4, quelli maggiormente colpiti nel territorio europeo sono stati il manifatturiero, il commercio all’ingrosso e al dettaglio e i trasporti; nell’ambito della produzione i sottosectori maggiormente danneggiati sono stati: i prodotti in metallo fabbricati, i macchinari industriali e commerciali, le apparecchiature informatiche e quelle di trasporto. Dunque, l’erosione del patrimonio netto e la distribuzione delle perdite è stata maggiore in questi settori. Il settore turistico, aspramente danneggiato tra marzo e gli inizi di maggio 2020, ha registrato un lieve recupero durante stagione estiva.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Sono titoli che passano da un *rating Investment Grade* ad una classificazione *High Yield*, ovvero titoli spazzatura e altamente rischiosi; la domanda di questi titoli crolla e i rendimenti salgono, costringendo l’emittente a rifinanziarsi sui mercati a costi maggiori, accrescendo le sue difficoltà finanziarie come in un circolo vizioso.

¹⁵⁶ Eurostat, Conti nazionali: *impatto del COVID-19 sulle industrie dell’Ue*, 05/08/2020, articolo disponibile su: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/>

Grafico 2.4. Tasso di crescita europeo per settore nel primo trimestre del 2020



FONTE: dati EUROSTAT, disponibile sul sito: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/>

La questione dell’erosione del patrimonio netto delle imprese ha ricevuto da parte dei Governi un’attenzione limitata al periodo di lockdown, dato che si sono focalizzati esclusivamente sul fabbisogno di liquidità nel breve periodo. Nei Paesi europei le politiche pubbliche hanno cercato di contrastare l’impatto recessivo dello shock COVID-19 attraverso due tipologie di interventi: misure di impulso fiscale, che riguardano: interventi per sostenere il reddito ai lavoratori, proroghe, sospensioni e rinvii delle tassazioni, cancellazione o riduzione di imposte,

contributi a fondo perduto che i beneficiari non dovranno rimborsare e misure per la liquidità: prestiti a tassi agevolati e garanzie statali, che i beneficiari sono tenuti a rimborsare. Le risposte differenziate tra Paesi corrispondono alla diverse possibilità finanziarie di ognuno, di conseguenza le differenze nel valore delle misure adottate, nella tipologia delle stesse e nei tempi di implementazione, rispetto all'intensità della crisi subita, comporteranno una diversa capacità e rapidità dei Paesi di uscire dalla crisi, con ovvie ripercussioni sui livelli di crescita che tenderanno a divergere. Il Governo tedesco durante la Fase 1 e 2, ovvero il primo semestre del 2020, ha deciso di stanziare 100 miliardi di euro per acquisire partecipazioni e azioni di società quotate colpite dallo shock COVID-19 tramite i Fondi di stabilizzazione economica, 50 miliardi in sovvenzioni dirette e 2 miliardi per espandere il finanziamento del capitale di start-up e nuove società tecnologiche. Al contempo attraverso il nuovo Fondo per la stabilizzazione economica e l'Istituto di credito per la ricostruzione è stata prevista l'espansione del volume e dell'accesso alle garanzie sui prestiti pubblici per imprese di diverse dimensioni per 822 miliardi di euro. Le iniezioni di capitale proprio alle imprese dagli altri Governi dell'Eurozona impallidiscono di fronte ai dati tedeschi.¹⁵⁷ La Francia, infatti, ha effettuato, durante lo stesso periodo, un aumento di spesa pari a 45 miliardi di euro, destinati soprattutto ad aiutare imprese e lavoratori, il supporto consisteva in

¹⁵⁷ E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, pp. 563- 564.

un'attribuzione diretta di fondi ai beneficiari per consentire il sostegno dei costi operativi durante i primi mesi dell'emergenza. Inoltre, lo Stato ha accordato delle garanzie sui crediti concessi dalle società finanziarie alle imprese non finanziarie fino a un ammontare totale di 300 miliardi di euro. La Spagna nonostante sia tra gli Stati più colpiti, ha adottato misure per un valore complessivo di 8,9 miliardi di euro, la cifra in assoluto più bassa tra i Paesi europei, e ha ampliato fino a 100 miliardi di euro l'ammontare delle garanzie pubbliche sui prestiti alle imprese e ai lavoratori autonomi.¹⁵⁸ Il Regno Unito ha annunciato invece una spesa di 34 miliardi di euro di cui la maggior parte destinati ad uno schema simile alla cassa integrazione, in modo tale da garantire il rimborso pubblico dell'80% degli stipendi delle persone lasciate a casa, mentre 375 miliardi di euro in garanzie sui prestiti richiesti dalle imprese.¹⁵⁹

Conclusa la fase 2, luglio 2020, caratterizzata da una lenta ripresa produttiva e dal timore di una seconda ondata in autunno, le imprese hanno reagito focalizzandosi sulla solidità patrimoniale come fattore chiave per garantire la stabilità e la competitività nel medio e lungo periodo. La crisi non ha soltanto prosciugato la liquidità delle imprese ma ha eroso il capitale proprio, soprattutto in quelle imprese caratterizzate da una maggiore leva precrisi e dimensioni inferiori. Se la liquidità

¹⁵⁸ Senato della Repubblica, *Emergenza da COVID-19 e misure sanitarie e socioeconomiche: i casi di Francia, Germania e Spagna*, dossier n. 183, legislatura 18, disponibile su: <http://www.senato.it/>

¹⁵⁹ *La risposta dei grandi paesi europei alla crisi economica*, 6 aprile 2020, disponibile su: <https://www.ilpost.it/2020/04/06/>

aziendale consente il sostentamento per gestire le necessità operative e di cassa imminenti, una crescita sostenibile non può non riguardare la componente patrimoniale.¹⁶⁰

Se nella Fase 1 e 2, il primo semestre del 2020, le imprese hanno utilizzato alle misure introdotte dai Governi per iniettare liquidità, successivamente si è rivelata una mossa non del tutto proficua per quelle aziende che già prima della crisi presentavano problematiche consistenti in termini di fatturato e patrimonio netto, aziende che avrebbero dovuto chiudere vennero mantenute in vita come “imprese zombie” attraverso la fornitura di finanziamenti agevolati. Permettere alle aziende “zombie” di sopravvivere genera dei costi per l’economia: riducono la crescita della produttività, minano la stabilità di imprese solide che potrebbero beneficiare degli aiuti e rendono problematica la riallocazione dell’occupazione verso imprese più produttive.¹⁶¹ Se i prestiti estesi ed indiscriminati potrebbero essere una risposta ragionevole nella fase acuta della crisi, i prestiti “zombie” derivanti dalle garanzie del credito potrebbero rallentare la ripresa durante il processo di guarigione economica. In effetti se il rischio di insolvenza è stato assorbito dal Governo, gli incentivi delle banche ad allocare il credito in base al rischio di impresa sono venuti

¹⁶⁰ M. Pincetti, E. Lanzillo, G. Falcone, F. Grillo, *I bisogni della Pmi per la ripresa post- Covid, la crisi come opportunità per evolvere i paradigmi aziendali*, report a cura di Confindustria, Intesa Sanpaolo e Deloitte, p. 17.

¹⁶¹ A. Ellul, I. Erel, U. Rayan, *The COVID-19 pandemic crisis and corporate finance*, *The review of corporate finance studies*, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 423-425.

meno, in modo tale che il credito sia potuto maturare sproporzionatamente per le imprese non redditizie che ne hanno fatto più richiesta.¹⁶²

Sebbene il credito bancario sia stato lo strumento principale di risposta, molte imprese non hanno avuto la necessità di costituire delle riserve di liquidità per contrastare le incertezze dello scenario economico, poiché la crisi pandemica ha favorito la propria posizione patrimoniale, parliamo del settore delle Websoft, dell'elettronico e della GDO. I dati della capitalizzazione di 200 multinazionali industriali globali evidenziano che il valore delle imprese, appartenenti a tali settori, è aumentato, in controtendenza con quanto è successo per le imprese appartenenti al settore manifatturiero e delle costruzioni. La tabella 2.2. mostra i cambiamenti nei vari trimestri del 2020 della capitalizzazione di borsa nei settori di sviluppo. I primi tre settori: elettronico, automotive e Websoft sono stati di fatto i meno toccati dalla crisi economica, l'Automotive nonostante nel primo trimestre del 2020 ha registrato una diminuzione della capitalizzazione significativa (-36,9%) è riuscita nei mesi successivi a recuperare il suo valore di mercato del patrimonio netto contabile. In coda alla tabella troviamo Oil&Gas e il settore aeronautico che presentano una valori della capitalizzazione negativi, riprova del fatto che sono stati i settori che hanno subito le maggiori ripercussioni della crisi da COVID-19.¹⁶³

¹⁶² F. Schivardi, E. Sette, G. Tabellini, *Identifying the real effects of Zombie Lending*, *The Review of Corporate Finance Studies*, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 569- 572.

¹⁶³ Area Studi Mediobanca, *Briefing note: impatto COVID-19 sui conti annuali 2020 (MNEs mondiali)*, report del 30 marzo 2021, pp. 15-16.

Tabella 2.2. Capitalizzazione di Borsa

	Capitalizzazione (var.% su trim. precedente)					Var. % Capitalizzazione 26-3-21/31-12-19
	31-03-2020	30-06-2020	30-09-2020	31-12-2020	26-03-2021	
Elettronico	-14,5	26,6	14,5	12,8	1,6	41,9
Automotive	-36,9	19,8	15,4	23,2	29,3	39,0
WebSoft	-4,1	26,4	7,3	0,6	5,0	37,4
PayTech	-14,5	25,2	5,5	6,5	4,1	25,2
Media e Intratt.	-20,8	14,1	8,2	18,0	7,2	23,7
Moda	-21,7	11,5	5,2	18,3	5,5	14,5
GDO	-6,1	8,0	8,1	-0,3	1,8	11,2
Farmaceutico	-8,5	8,4	-3,0	-1,9	4,9	-0,9
Alimentare	-8,5	4,9	-1,2	-1,8	1,2	-5,7
Telco	-16,6	3,0	-5,8	3,6	10,4	-7,4
Bevande	-22,4	4,2	1,3	10,2	-0,3	-10,1
Oil & Gas	-22,9	4,3	-3,0	0,3	10,0	-13,9
Aeronautico	-53,8	15,4	-9,9	34,4	15,1	-25,6
Totale MNEs	-13,9	16,2	4,4	4,5	5,7	15,4
Nr. Indice 2019=100	86,1	106,8	104,5	109,2	115,4	
Nr.Indice 2019=100 (escluso WebSoft)	82,4	101,3	94,7	100,9	107,0	

Fonte: Area Studi Mediobanca, *Briefing note: impatto COVID-19 sui conti annuali 2020 (MNEs mondiali)*, report del 30 marzo 2021, p. 16.

Le conseguenze della pandemia sull'attività delle imprese sono state profonde e pervasive, hanno influenzato in modo trasversale tutto il sistema produttivo.

La crisi economica innescata dalla pandemia ha avuto un impatto devastante sul tessuto imprenditoriale, proteggere il proprio business dal rischio di insolvenza dei clienti è apparsa per molte aziende una scelta obbligata. Questo trova conferma nel fatto che molti imprenditori hanno modificato le proprie strategie di business, attraverso un maggior ricorso a tutele di carattere strategico, principalmente a causa dalle troppe incognite che l'evoluzione della pandemia offre nel poter formulare

previsioni affidabili sul futuro.¹⁶⁴ Non vi sono quindi, le condizioni per avviare un'uscita da questa congiuntura economica, vi è però la necessità di intervenire per far sì che quante più imprese possibili riescano a superare la crisi, cercando di tornare ad operare in condizioni migliori rispetto al passato, attraverso il processo di rafforzamento della struttura finanziaria. Sfruttare le opportunità offerte dalle risorse, che si disporranno dal programma europeo *Next Generation EU*, per agevolare la patrimonializzazione, la raccolta del capitale direttamente sui mercati, la diversificazione delle fonti di finanziamento e i processi di ristrutturazione rapidi ed efficaci, potranno aiutare le imprese a sfruttare al meglio la fase della ripresa economica non appena essa si presenterà.¹⁶⁵

2.3. Crisi di liquidità e fabbisogno finanziario: primi risultati empirici dall'Italia.

I flussi di cassa delle imprese sono stati duramente colpiti, sebbene l'effetto sia stato in un primo momento temporaneo dovuto ad una chiusura generalizzata per tre mesi, gli effetti si stima che si ripercuoteranno sulla solidità finanziaria in un arco temporale più lungo. Durante le recessioni brusche e inaspettate, i fondi

¹⁶⁴ B. Ganz, Crisi Covid, *oltre il 50% delle imprese costrette a vendere a credito*, Il Sole 24 Ore, 24 novembre 2020, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

¹⁶⁵ A. De Vincenzo, *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, report di Banca d'Italia eurosistema, 18 marzo 2021, pp. 12- 13.

generati internamente dalle imprese si esauriscono, producendo domanda di capitale esterno. La disponibilità di liquidità di finanziamento durante periodi di stress economico è un fattore determinante per la gravità e la persistenza dello shock iniziale. Se una quantità di imprese simultaneamente affrontano shock negativi della loro redditività, ne derivano maggiori attriti informativi rendendo più difficile la raccolta di capitali esterni.¹⁶⁶ Con lo shock dovuto alla diffusione del COVID-19, molte imprese da febbraio 2020 hanno subito un crollo dei fatturati, che ha prosciugato i loro flussi di cassa. Il sostegno alla liquidità, per quanto prezioso per consentire a tali imprese di sopravvivere nel breve termine, è lungi dall'essere sufficiente nel medio e lungo termine. Infatti, quando la liquidità aggiuntiva raggiunge le imprese sotto forma di debito, tende ad incrementare il loro rischio di insolvenza, generando così un eccesso di debito noto per scoraggiare gli investimenti futuri delle imprese e rallentare il ritmo con cui l'economia si riprenderebbe dalla crisi. Questo è quello che è successo nella quasi totalità alle imprese italiane.¹⁶⁷

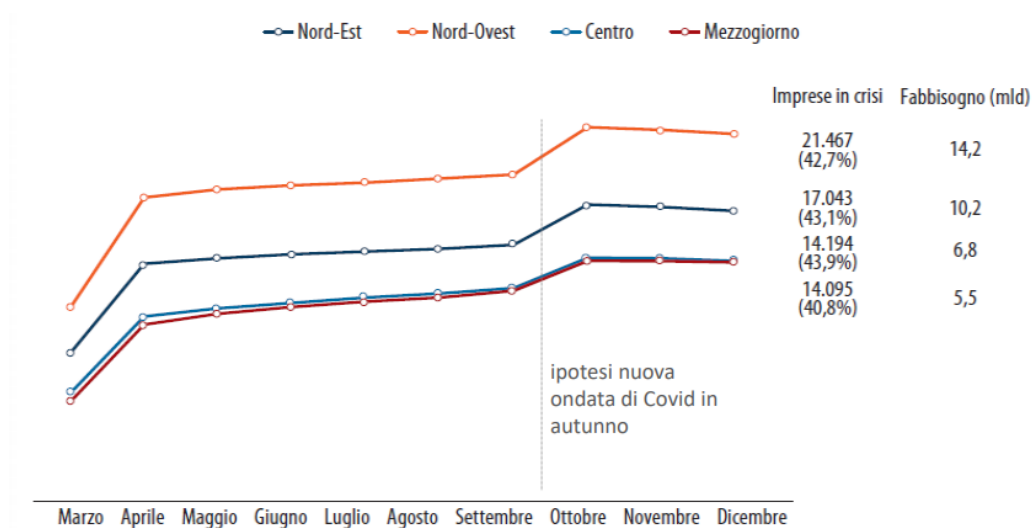
Durante i primi mesi dell'emergenza sanitaria, oltre la metà delle imprese italiane hanno registrato una mancanza di liquidità per far fronte alle spese che si sono presentate e un quarto delle imprese ha segnalato rischi operativi e di

¹⁶⁶ M. Halling, J. Yu, J. Zechner, *How did COVID-19 affect firms' access to public capital markets?* The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 501- 503.

¹⁶⁷ E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm- level evidence from Italy*, The Review of Corporate Finance, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, pp. 535- 539.

sostenibilità della propria attività.¹⁶⁸ Le ricerche condotte su campioni di imprese italiane avvalorano questi accadimenti: un'analisi dei bilanci delle Pmi italiane indica che più di un terzo delle 156 mila imprese analizzate sono a rischio liquidità a seguito di tre mese di lockdown; si stima un'iniezione di liquidità tra i 25 e i 37 miliardi di euro per superare questa ostacolo, abbatterlo significava evitare costi sociali elevati, 1,8 milioni sono i lavoratori impiegati nel campione analizzato che potrebbero perdere l'occupazione. Il Grafico 2.6. evidenzia l'aumento del numero di imprese che a fine 2020 sono a rischio di una crisi di liquidità.

Grafico 2.6. Le Pmi in crisi di liquidità e i loro fabbisogni finanziari.



Fonte: A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, a cura di Cerved e Confindustria, 30 giugno 2020, grafico I, p. 16.

¹⁶⁸ ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 15 giugno 2020, pp. 1- 2.

I finanziamenti garantiti sono stati iniettati nelle Pmi per evitare che la crisi rendesse non sostenibile la struttura finanziaria per un'ampia platea di imprese. Questi prestiti corrispondevano al 50% del patrimonio netto pre-covid delle Pmi in difficoltà; la quota di imprese a rischio di insolvenza si attestava al 18,8%.¹⁶⁹

La mancanza di liquidità è stata tanto più diffusa quanto minore era la dimensione aziendale, interessata anche da una dinamica più negativa del fatturato. Dal punto di vista settoriale è risultata più accentuata per le imprese della costruzione, e per le piccole imprese dell'industria nel senso stretto, per il settore manifatturiero, particolarmente colpite sono state le imprese di alcuni settori tipici del Made in Italy come la fabbricazione di mobili, l'industria del legno e le confezioni di abbigliamento.¹⁷⁰

Uno studio effettuato su un campione di 80.972 imprese italiane conferma i risultati dell'analisi settoriale mostrando che non tutti i settori sono stati danneggiati allo stesso modo, il Grafico 2.7. indica che il calo dei profitti e l'erosione delle azioni si sono concentrati a seguito della Fase 1, da febbraio ad inizio maggio 2020, nella produzione, nel commercio e nelle costruzioni. Una puntualizzazione è necessario fare per il settore turistico e della ristorazione: il grafico 2.7. evidenzia per tale settore un'erosione del capitale inferiore ad altri, perché il campione di

¹⁶⁹A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, a cura di Cerved e Confindustria, 30 giugno 2020, pp. 15- 16.

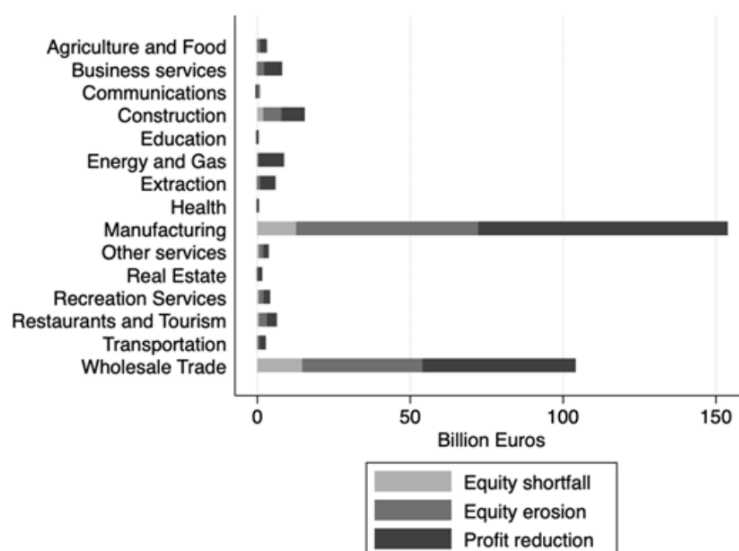
¹⁷⁰ ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 15 giugno 2020, p. 14.

imprese analizzato comprende una percentuale minima di tali imprese. Nella realtà, il settore turistico e della ristorazione è stato tra quelli maggiormente danneggiati, in termine di riduzione di fatturato a causa delle continue restrizioni di cui sono stati oggetto.¹⁷¹ Questi settori hanno risentito delle restrizioni del *lockdown*, presentando sintomi riconducibili ad una domanda debole legata al distanziamento sociale e alla minore propensione agli investimenti, in questo modo la forte componente dei costi fissi e l'elevata incidenza del capitale circolante hanno pesato sul loro profilo finanziario. Le conseguenze? Un deterioramento del merito di credito, una riduzione dell'operatività ed un allungamento dei termini di pagamento ai fornitori.¹⁷²

¹⁷¹ E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, pp. 560- 561.

¹⁷² C. Bussi, *Effetto Covid sulle Pmi: cresce la corsa alla liquidità*, *Il Sole 24 Ore*, 23 luglio 2020, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

Grafico 2.7. Gli effetti di tre mesi di lockdown sui profitti e sul capitale per settore

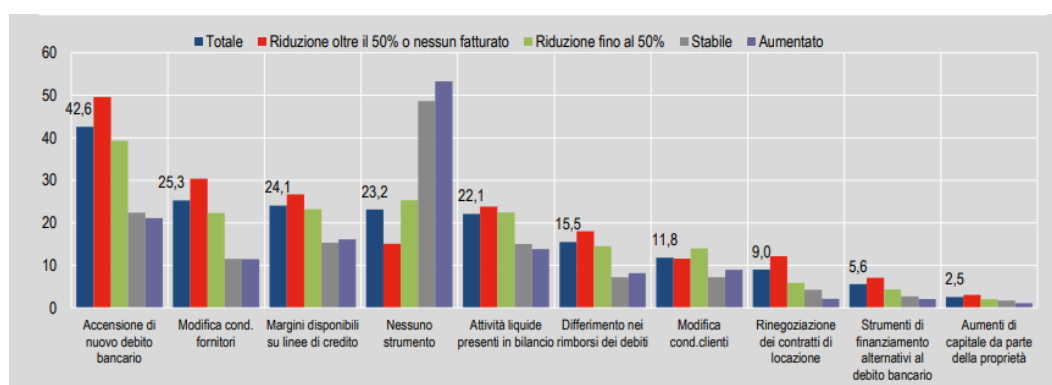


FONTE: E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, fig. 12, p. 561.

Il fabbisogno di liquidità ha trovato nel ricorso al credito bancario lo strumento di risposta principale soprattutto per le imprese micro e piccole, mentre quelle medie e grandi hanno deciso di utilizzare i margini disponibili sulle linee di credito. Inoltre, gli strumenti utilizzati si possono collegare alla riduzione dell'attività produttiva e al conseguente andamento del fatturato, di fatto le imprese che hanno registrato nel bimestre marzo- aprile 2020 una drastica riduzione del fatturato sono le stesse che hanno utilizzato l'indebitamento bancario. Ancora, più di un'impresa su cinque ha dichiarato di far ricorso alle attività liquide già presenti nel proprio bilancio, esiste pertanto una platea relativamente ampia di imprese che sono state in grado di far fronte all'emergenza con le proprie risorse, si è trattato di imprese di

grandi dimensioni appartenenti al comparto sanitario, dell'assistenza sociale e della produzione di beni di investimento. Gli strumenti messi in campo dalle imprese per soddisfare il bisogno di liquidità vengono illustrati nella figura 2.7.¹⁷³

Figura 2.7. Strumenti per soddisfare il fabbisogno di liquidità per andamento del fatturato del bimestre marzo- aprile 2020.



FONTE: report ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, 15 giugno 2020, figura 14, p. 16.

Quasi la metà delle imprese italiane ha richiesto l'accesso ad almeno una delle misure di sostegno della liquidità e del credito contenute nel D. L. 18/2020 e nel D. L. 23/2020. Le misure per la liquidità hanno fornito indirettamente e temporaneamente sostegni alle imprese beneficiarie, aiuti basati sulla sospensione e rinvio di versamenti fiscali, contributivi e assicurativi, tassi agevolati o garanzie statali prestite.¹⁷⁴ Le richieste di accoglimento hanno sofferto di tempi di risposta

¹⁷³ ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 15 giugno 2020, pp. 15- 17.

¹⁷⁴ A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, a cura di Cerved e Confindustria, 30 giugno 2020, pp. 96- 97.

relativamente lunghi, di fatto al momento dello svolgimento della rilevazione dell'ISTAT, durante il mese di maggio, più della metà dei richiedenti era ancora in attesa dell'esito della domanda. Nel fare richiesta di accesso alle misure di sostegno introdotte dal Governo, le difficoltà legate ai tempi di risposta delle banche costituiscono il primo motivo di rallentamento, tra le difficoltà di rallentamento si ritrovano soprattutto quelle legate alla fase di istruttoria e alla produzione della documentazione necessaria all'avvio della richiesta.¹⁷⁵ Il finanziamento sotto forma di debito o garanzie sui prestiti, offerto come sostegno pubblico, ha prodotto nelle imprese una struttura del capitale più fragile, incapace di ripristinare la solvibilità delle imprese; si potrebbe auspicare che i prossimi aiuti vengano emanati attraverso iniezioni di liquidità a fondo perduto per imprese di medie e piccole dimensioni e attraverso partecipazioni statali per imprese di grandi dimensioni e quindi quotate. Ciò appunto per rafforzare la situazione patrimoniale delle imprese più colpite.¹⁷⁶

A seguito della riapertura degli impianti produttivi e dell'allentamento delle misure di contenimento del virus, maggio 2020, si è registrato un rallentamento del ricorso al debito bancario, considerando la percentuale di imprese italiane che ne hanno fatto ricorso, si è passati dal 42,6% al 35,4%. A orientarsi verso un nuovo debito continuano ad essere le piccole e medie imprese e in termini settoriali, vi

¹⁷⁵ ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 15 giugno 2020, pp. 17- 18.

¹⁷⁶ E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm- level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, pp. 557- 558.

ricorrono le imprese attive nei servizi di ristorazione e di viaggi. Tra le altre forme di credito bancario, anche in questo caso si è registrato un calo nell'utilizzo dei margini disponibili sulle linee di credito, strumento utilizzato ancora tra le grandi della manifattura e delle costruzioni. Al contrario del primo semestre del 2020, aumentano le imprese in grado di far fronte all'emergenza con le proprie risorse; a giugno 2020 un'impresa italiana su quattro afferma di essere in grado di gestire la liquidità ricorrendo all'utilizzo di attività già presenti nel proprio bilancio, anche se segnate da una riduzione di fatturato. Nell'ambito degli strumenti non bancari si è registrata una diminuzione alla modifica delle condizioni di differimento dei termini di pagamento con i fornitori ed è aumentata la percentuale di imprese che sono disposte a modificare le passività in termini di equity: il 2,9% delle imprese italiane ha dichiarato di essere d'accordo ad alterare la compagine sociale attraverso aumenti di capitale da parte della proprietà.¹⁷⁷

La priorità è stata ovviamente data al sostegno della liquidità, tuttavia a seguito del lockdown si è continuati a concentrarsi su questo piuttosto che sul sostegno alla ripresa degli investimenti. Le misure atte a sostenere la liquidità sono sì servite per ridurre i deficit dei bilanci aziendali nel breve periodo, ma meno per garantire margini finanziari da destinare ad una ripresa degli investimenti produttivi. Era scontato che nei primi provvedimenti, a ridosso dello scoppio della pandemia, non

¹⁷⁷ Istat, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 14 dicembre 2020, pp. 10- 11.

venissero menzionati i sostegni agli investimenti, ma nemmeno nei D. L. successivi ne è stata fatta menzione. Nel D. L. “Rilancio” i sostegni agli investimenti avrebbero potuto trovare maggiore spazio, anche per contrastare una fisiologica avversione al rischio determinata dall’incertezza delle aspettative sulla ripresa della domanda interna ed internazionale.¹⁷⁸ Solamente le imprese che si sono focalizzate a seguito della Fase 2, il primo semestre del 2020, a bilanciare correttamente la liquidità a breve termine e le pressioni sui costi con i giusti investimenti in nuove opportunità di crescita, potranno essere in grado di intercettare la ripresa economica. Per fare questo, hanno scelto di convertire la torre di controllo finanziario, utilizzando analisi e modelli di comportamento per prevedere i cambiamenti della liquidità in base alle decisioni aziendali, modellare i punti deboli del capitale circolante e aiutare ad individuare in modo proattivo le azioni chiave per generare profitto. È importante che venga rintracciato il giusto compromesso tra costi e redditività e reinvestire per la crescita, cogliendo le nuove opportunità che emergeranno da questa crisi, attuando un’attenta analisi sul cambiamento dei comportamenti, delle preferenze dei consumatori e del panorama competitivo in alcuni settori per guidare la futura strategia di crescita. Questa sarà un’opportunità per promuovere una più ampia cultura della proprietà per i costi dell’organizzazione

¹⁷⁸ A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, a cura di Cerved e Confindustria, 30 giugno 2020, pp. 99- 101.

e per mobilitare l'organizzazione attorno alle idee per sviluppare modi più intelligenti di lavorare e spendere denaro.¹⁷⁹

CAPITOLO 3

Crisi da COVID-19 e le imprese: valore ed investimenti

SOMMARIO: 3.1. COVID e performance. 3.2. COVID e scelte di investimento.

3.1. COVID e performance

3.1.1. L'andamento del fatturato

Il lockdown e le numerose restrizioni imposte per arginare il diffondersi dell'epidemia hanno costretto molte attività a restare chiuse, causando così perdite di guadagni. La pandemia da Covid-19 ha avuto un impatto notevole ed eterogeneo su tutti i settori dell'economia globale. Mentre le grandi multinazionali cinesi riiniziavano la loro normale e piena attività, ristabilendo l'andamento dei propri

¹⁷⁹ Accenture, *solving for liquidity, profitability, and enterprise value during uncertain times*, report del 1 maggio 2020, pp. 9- 13.

fatturati a seguito del blocco avutosi il primo trimestre del 2020, nelle altre aree geografiche i segnali di ripresa sono iniziati nel terzo trimestre del 2020, soprattutto per i gruppi che si relazionavano con i mercati asiatici. È interessante notare come le imprese che commerciavano con la Cina, ma anche le imprese orientate a livello internazionale in generale, hanno subito l'iniziale pessimismo dei partecipanti ai mercati riguardo l'impatto dirompente del COVID-19 sul commercio globale, mostrando diminuzioni di fatturato notevoli per poi interrompere le sottoperformance con il diffondersi di notizie positive provenienti dalla Cina. I mercati sembrerebbero aver anticipato gli effetti della riapertura dell'economia cinese e di una parziale ripresa degli scambi con la Cina.

Nello stesso tempo in cui i contagi e i decessi diminuivano in Cina, il primo trimestre del 2020, l'Europa e gli Stati Uniti attraversavano il loro periodo più buio, registrando perdite e diminuzione di fatturato nelle imprese.¹⁸⁰ A livello settoriale gli operatori più in difficoltà sono stati i colossi petroliferi, i gruppi della moda e i produttori di mezzi di trasporto.¹⁸¹ È molto probabile che lo shock del prezzo del petrolio abbia ulteriormente danneggiato tutte le società del settore energetico che hanno subito ingenti perdite di fatturato dall'inizio della diffusione del virus.¹⁸² Per

¹⁸⁰ S. Ramelli, F. Wagner, *Feverish stock price reactions to COVID-19*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 635-637.

¹⁸¹ Area Studi Mediobanca, *Gli effetti del COVID-19 sui bilanci 2020 delle grandi multinazionali mondiali: analisi per settore e area geografica*, report del 30 marzo 2021, Milano, pp. 1-2.

¹⁸² S. Ramelli, F. Wagner, *Feverish stock price reactions to COVID-19*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre 2020, p. 636.

il settore automobilistico, Mitsubishi Motor, l'azienda automobilistica giapponese, ha registrato un calo di fatturato di 360 miliardi di yen per l'esercizio fiscale del 2020, pari a 2,9 miliardi di euro.

Una riduzione a doppia cifra di ricavi, margini di investimento e ovviamente cali occupazionali. Nel comparto dei servizi, soprattutto per la logistica e i trasporti e i servizi non finanziari che includono la ristorazione e le strutture ricettive, e nelle costruzioni. In Italia si stima infatti, che tra marzo e aprile 2020, il fatturato di 4 imprese su 10 sia stato oltre il 50% in meno, tra i comparti spicca quello delle agenzie di viaggio e tour operator: l'88% ha infatti dichiarato un'assenza di fatturato o una perdita superiore al 50%.¹⁸³ La fotografia scattata dal rapporto regionale Pmi 2020, realizzato da Confindustria e Cerved calcola che le Pmi italiane hanno visto contrarre il fatturato del 12,8% nel 2020, che si attesterà per il 2021 all'11,2%, insufficiente per ritornare ai livelli del 2019. Nel complesso, questo si tradurrà in una perdita di 227 miliardi di fatturato nel biennio 2020-21 rispetto a uno scenario tendenziale di lenta crescita delle vendite. L'impatto da COVID-19 sui territori è dipeso fortemente dalla specializzazione settoriale: le previsioni sono di shock maggiori per i settori che sono stati vittime delle norme sul distanziamento sociale, della riduzione della mobilità e degli effetti sul commercio

¹⁸³EUD International Foundation C.I.C., *Aziende in crisi e COVID: i settori colpiti*, articolo disponibile su: <https://eudfoundation.it/aziende-in-crisi-e-covid-i-settori-colpiti/>

internazionale.¹⁸⁴ In particolare, uno studio dell'Istituto Nazionale di Statistica mostra che durante la Fase 1, da febbraio a maggio 2020, dell'emergenza sanitaria, oltre il 70% delle imprese del campione analizzato dichiara di avere subito una riduzione del fatturato, solo per l'8,9% delle imprese il valore del fatturato è invece rimasto stabile.¹⁸⁵ La riduzione di fatturato è stata una condizione diffusa in tutti i settori, con quote più elevate nelle imprese della manifattura, delle costruzioni, dei servizi privati a imprese e persone, tra cui spicca il settore delle automotive, uno dei più colpiti a livello globale. Nello stesso arco di tempo le vendite del made in Italy nel mondo si sono ridotte di 48,5 miliardi di euro, un calo di fatturato pari al 12%.

Osservando la dimensione aziendale le perdite sono state maggiori per le piccole e medie imprese mentre per le grandi imprese le riduzioni di fatturato si sono attestate tra il 10% e il 50%.¹⁸⁶ Dopo le perdite registrate nel primo trimestre, la capitalizzazione complessiva delle maggiori multinazionali è stata superiore del 15,4% rispetto alle quotazioni di fine 2019. L'annuncio di novembre 2020 del primo vaccino anti-Covid ha costituito una notizia positiva per i mercati: i titoli di quasi tutti i settori, anche quelli pro-ciclici, hanno registrato un andamento positivo,

¹⁸⁴ A. Caporali, G. Mele, F. Ungaro, A. Angelino, D. Emiliani, G. Romano, *Rapporto regionale Pmi 2020*, a cura di Cerved e Confindustria, 30 giugno 2020, pp. 55-63.

¹⁸⁵ ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 15 giugno 2020, pp. 5-6.

¹⁸⁶ E. Quintavalle, *Crisi 2021, chiusura imprese e disoccupazione, il disastro che si può ancora evitare*, il sussidiario, 2 gennaio 2021, articolo disponibile su: <https://www.ilsussidiario.net/>

in particolar modo l'Automotive sebbene le vendite del settore non abbiano ancora invertito la rotta.¹⁸⁷

Con il passare dei mesi è diminuita la percentuale delle imprese che dichiarano di subire una diminuzione di fatturato: rispetto al bimestre marzo-aprile 2020, si riconferma un'elevata incidenza di imprese con il valore delle vendite in flessione ma si riduce l'intensità; scende anche l'incidenza di casi di mancata realizzazione di fatturato, mentre si amplia la quota di imprese con valori di fatturato stabili. A livello settoriale, hanno recuperato rispetto ai risultati particolarmente negativi del primo trimestre, le imprese che operano nelle costruzioni, il 26,8% dichiara una stabilità di fatturato e l'11,5% una crescita, contro l'8,3% e il 6,1% dei mesi precedenti. Nel complesso, è migliorato il settore della produzione di beni intermedi ma con specificità a livello di singoli comparti, di fatto l'industria della chimica registra un aumento del 21,8%; mentre, i servizi alla persona, alle imprese o professionali si sono confermati essere i comparti maggiormente danneggiati, non riuscendo a beneficiare se non in misura limitata del complessivo miglioramento rispetto alla situazione di marzo- aprile. Riduzioni sopra la media si continuano a registrare nei comparti delle agenzie di viaggio, delle attività creative e artistiche, di produzione cinematografica e musicale, sportivi e di

¹⁸⁷Area Studi Mediobanca, *Gli effetti del COVID-19 sui bilanci 2020 delle grandi multinazionali mondiali: analisi per settore e area geografica*, report del 30 marzo 2021, Milano, pp. 1-2.

intrattenimento, dell'assistenza sociale non residenziale, dell'istruzione e del settore della pubblicità.

Se nelle piccole e medie imprese il calo del fatturato è imputabile alle restrizioni dovute all'attuazione dei protocolli sanitari, nelle grandi imprese la riduzione è attribuita direttamente al calo della domanda nazionale o di quella estera.

In termini prospettici, per i periodi di dicembre 2020- febbraio 2021, si stima, da un lato che la percentuale di imprese che prevedono una diminuzione di fatturato si ridurrà, dall'altro, resterà elevato il numero di imprese che prevedono un peggioramento o che non sono in grado di fare previsioni, queste valutazioni negative sono diffuse nei settori più colpiti dalla crisi.¹⁸⁸ Il recupero di livelli accettabili dell'attività aziendale si presuppone possa avvenire nel secondo semestre del 2021.¹⁸⁹

Al contrario, le imprese che già dal primo trimestre del 2020 hanno registrato un aumento dei propri flussi di cassa, appartengono alla grande distribuzione organizzata, all'industria alimentare e al Websoft, settori che hanno saputo approfittare dell'accelerazione impressa dalla pandemia ai cambiamenti negli stili di vita e nelle abitudini di acquisto, più orientati verso le nuove tecnologie e il

¹⁸⁸ ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 15 giugno 2020, pp. 3-4.

¹⁸⁹ E. Quintavalle, *Crisi 2021, chiusura imprese e disoccupazione, il disastro che si può ancora evitare*, il sussidiario, 2 gennaio 2021, articolo disponibile su: <https://www.ilsussidiario.net/>

commercio online. Le imprese di Websoft, elettronica, alimentare e GDO hanno incrementato il fatturato in ciascun trimestre del 2020: le prime sono cresciute registrando un + 19,5% del fatturato rispetto al 2019; seguite a distanza dalla GDO con un + 8,5%, dall'alimentare al + 7,9%, dall'elettronica al 5,4% e infine dalle case farmaceutiche al 3,0%.¹⁹⁰ Dunque, la pandemia non ha frenato la crescita delle maggiori compagnie nel settore Software e Web; i dati pubblicati dall'Area Studi Mediobanca, che ha analizzato i bilanci dei 25 colossi del Websoft nel periodo 2015- primo semestre 2020 dicono che queste Web Companies hanno più che raddoppiato il fatturato aggregato, registrando una performance complessiva di molto superiore a quella delle multinazionali del manifatturiero; sono aumentati gli utili, la forza lavoro impiegata e il valore di Borsa. Di queste aziende, 13 operano in massima parte *nell'internet retailing- e-commerce, entertainment services, online travel e sharing mobility*, 7 nella produzione di software e 5 *nell'internet service*; la maggior parte hanno sede negli Stati Uniti ma ramificazioni aziendali nel resto del mondo. I primi tre player sono: Amazon, Alphabet e Microsoft, il primo fa da solo un quarto dei ricavi complessivi delle Web Companies.¹⁹¹ Nel primo semestre del 2020 le Websoft hanno toccato punte mai raggiunte in passato, hanno fatturato 18 milioni di euro di utili netti al giorno rispetto ai 5 milioni di euro

¹⁹⁰ Area Studi Mediobanca, *Gli effetti del COVID-19 sui bilanci 2020 delle grandi multinazionali mondiali: analisi per settore e area geografica*, report del 30 marzo 2021, Milano, pp. 1-2.

¹⁹¹ F. Puggioni, *Altro che effetto Covid, i giganti Web e Software guadagnano più che mai*, The Next Tech, 15 ottobre 2020, articolo disponibile su: <https://thenexttech.startupitalia.eu/>

della grande manifattura; il loro valore in Borsa durante i mesi di lockdown è stato otto volte superiore dell'intera Borsa italiana e quasi il triplo di quella tedesca.¹⁹² L'aumento dei ricavi ha interessato soprattutto gli ambiti che il lockdown ha favorito: l'e-Commerce ha registrato nel primo semestre un +31% dei ricavi rispetto allo stesso periodo del 2019, la sottoscrizione di abbonamenti un + 24,6% e l'offerta di servizi *cloud* un + 22,2%; sono calati invece i ricavi legati alla *sharing mobility* che registrarono un -22% e le vendite online di viaggi e prenotazioni di alloggi con oltre il -50%.

L'e-Commerce ha raggiunto in Italia i 22,7 miliardi nel primo semestre del 2020, 4,7 miliardi di euro in più rispetto a tutto il 2019. Gli elementi caratterizzanti di questi dati sono almeno tre: innanzitutto un maggiore penetrazione del mondo dell'e-commerce rispetto al *totale retail*, passando dal 6 al 8%. Il secondo elemento si riferisce alla crescita sostenuta che hanno avuto i comparti emergenti, come il *food&grocery* che ha registrato un + 56% con 2,5 miliardi di fatturato, l'arredamento e *home living* che ha avuto un giro d'affari di 2,3 miliardi di euro e un indice di crescita che si è attestato al 30%. Il terzo elemento si riferisce invece, alla crescita sia del settore informatico ed elettronico, complice il confinamento nelle proprie abitazioni, che hanno registrato un + 30% di fatturato. Le cifre parlano chiaro: l'eCommerce è ormai diventato parte integrante del mercato complessivo

¹⁹² E. Casula, *Chi sono e cosa stanno facendo le web soft company nel mondo e in Italia secondo Mediobanca, retail, ricerche*, 15 ottobre 2020, articolo disponibile su: <https://www.retailwatch.it/>

italiano e i consumatori si stanno sempre più orientando verso questo tipo di acquisto. L'eCommerce dopo che per anni è stato un canale secondario, dal 2020 ha acquisito un ruolo determinante nella riprogettazione delle strategie di vendita che favorirà la ripresa del commercio e dei consumi, certificati da continui investimenti in atto per potenziare il canale digitale o per favorire modalità di vendita fondate sull'integrazione tra esperienze online o offline. Se le imprese hanno investito in tecnologie, una volta finita la crisi questi sforzi non verranno vanificati perché le revisioni di processo e di organizzazione apparterranno ad un futuro in cui il digitale sarà sempre più fondamentale.¹⁹³

3.1.2. L'analisi degli indici di bilancio

Per valutare se un'azienda è in buona salute è necessario rilevare i suoi indicatori di equilibrio: patrimoniali, economici e finanziari, che analizzano le dinamiche a breve termine, di struttura e del circolante. L'analisi per indici trasforma i dati (riclassificati) di un bilancio in rapporti e ha il vantaggio di sintetizzare le informazioni e di consentire un più agevole confronto tra dati intertemporali, tra aziende o tra valori standard di settore.

¹⁹³ C. Gerino, *e-Commerce, crescita nel 2020 prevista al +26%*, la Repubblica, 11 luglio 2020, articolo disponibile su: <https://www.repubblica.it/economia/>

Il concetto di crisi era stato analizzato già prima della pandemia, il principio contabile IFRS9, il principio contabile OIC11¹⁹⁴, sulla continuità aziendale e il Codice della crisi e dell'insolvenza avevano delineato un nuovo concetto di crisi e di gestione consapevole di impresa. La pandemia ha svolto un ruolo di amplificatore, accelerando in alcuni casi il processo di insolvenza e in altri rendendo ancora più urgente il processo di adeguamento dell'assetto aziendale. Come accade per la prevenzione sanitaria, per evitare una situazione di crisi è indispensabile attuare tutte quelle buone pratiche che iniziano con l'analisi periodica delle voci del bilancio aziendale.

Nel contesto attuale di evidente incertezza è auspicabile e importante favorire un clima di massima trasparenza; gli impatti COVID-19 devono essere riflessi in bilancio e nelle situazioni intermedie, in modo tale che gli effetti principali si rimandano alle valutazioni di sostenibilità finanziaria del business, di recuperabilità degli attivi e alle rilevazioni di passività connesse a costi consequenziali al manifestarsi della pandemia.

Le imprese già dalla Fase 1, da febbraio a maggio 2020, hanno messo in campo pratiche atte a tenere sotto controllo le attività e le passività, tra cui: revisione periodica del budget economico con scenari differenziali sull'andamento

¹⁹⁴ Il principio contabile IFRS 9 contempla per gli strumenti finanziari un nuovo sistema di calcolo per definire le rettifiche di valore sui crediti, in relazione al peggioramento della loro qualità creditizia; l'organismo italiano di Contabilità pubblica nel 2018 le finalità e le linee guida da seguire nella redazione del bilancio aziendale

dell'epidemia, verifica costante dell'affidabilità/solidità dei fornitori e creazione di canali comunicazionali diretti, valutazione delle politiche fiscali e contributive con un'attenzione particolare alle norme introdotte dai Governi e infine assicurare una riserva minima di cassa per avere a disposizione almeno un livello minimo di liquidità.¹⁹⁵

Il massiccio ricorso al capitale di terzi durante i primi mesi dello shock economico ha inciso sia sull'equilibrio fonti/impieghi peggiorando il margine di struttura primario e il rapporto Capitale proprio/Capitale di terzi che sull'incidenza della redditività in considerazione dell'ovvio fatto che gli interessi passivi peggiorano il risultato della gestione finanziaria e quindi il risultato d'esercizio. Le aziende si sono rivolte all'indebitamento unicamente per salvaguardare la continuità aziendale, ovvero finanziare il circolante, questo in circostanza di incertezza economica determinata dai tempi di ripresa, potrebbe originare nel medio e lungo periodo delle difficoltà nel rimborsare il capitale. Giocoforza in questi periodi, il management non ha effettuato le giuste valutazioni sull'aumento del *leverage*, ma si è focalizzato esclusivamente sulla salvaguardia della propria situazione, compromettendo la situazione finanziaria aziendale. Di fatto, il *leverage* confrontato con gli altri indici, a date condizioni, potrebbe mostrare un effetto benefico sulla redditività. L'effetto positivo agisce fino a quando il ROI, *Return on*

¹⁹⁵ M. C. Lando, M. Forte, L. Borean, S. Barazza, *L'impatto del COVID-19 sui bilanci*, report di PricewaterhouseCoopers, maggio 2020, pp. 4-23, disponibile su: pwc.com/it/covid-19

Investment, è maggiore del ROD, *Return on Debt*, ovvero fino a quando la redditività del capitale investito in azienda è maggiore del costo del capitale di terzi, in caso contrario ciò che verrebbe misurato è l'effetto negativo sulla redditività. Quindi, fare affidamento sull'effetto leva, che si basa sull'assunzione della crescita del ROI, anche per un'impresa sana che fino alla vigilia della pandemia risultava in crescita, è una strada che nasconde seri pericoli. L'incremento del livello di indebitamento, oltre una certa soglia e in fase di contrazione del ROI, determina un maggiore rischio finanziario e di conseguenza, l'incapacità di produrre cassa sufficiente a sostenere l'impegno finanziario connesso alla restituzione dei capitali ottenuti a prestito. Tale evidenza è supportata anche dal fatto che di solito l'utilizzo dei finanziamenti per effettuare investimenti pone le basi per incrementare la capacità di produrre flussi di cassa, mentre l'utilizzo di nuovo debito per la gestione del circolante, come in realtà è accaduto, non incrementa la capacità di creare cassa, anzi, determina una decrescita del ROI.¹⁹⁶

Considerando i dati di bilancio di un campione di imprese italiane del 2018 è possibile effettuare previsioni sull'andamento degli indici di bilancio per l'anno 2020. La tabella 3.1. fornisce informazioni finanziarie di sintesi attraverso valori che sono medie dei dati di bilancio del 2018. Le medie di colonna 1 riguardano l'intero campione, quelli nella colonna 2 riguardano le aziende che si prevede

¹⁹⁶ W. Troisi, *L'indebitamento ai tempi del COVID-19*, articolo in *Analisi dei costi, budgeting e pianificazione aziendale*, Diritto Commerciale, Finanza Comportamentale, 23 novembre 2020. Disponibile su: <https://www.waltertroisi.it/lindebitamento-ai-tempi-del-covid-19/>

subiranno un'erosione del patrimonio netto a seguito di un blocco della produzione di 3 mesi, quelli della colonna 3 riguardano le imprese che si prevede saranno in difficoltà, ovvero quelle che dovranno affrontare un deficit di capitale proprio alla fine del 2018, dopo un blocco di 3 mesi.

Tabella 3.1. Caratteristiche delle imprese del campione

	Firms in 2018 (1)	Firms with equity erosion after a 3-month lockdown (2)	Firms in distress after a 3-month lockdown (3)
Total assets	44.31	29.07	13.75
Total equity	16.61	9.83	1.44
Total equity (2017)	15.35	9.44	1.29
Operating revenues	36.52	29.98	25.16
Net income	1.29	0.36	0.11
Total cost net of employees' costs and tax	29.41	25.60	22.69
Cost of employees	4.97	3.67	2.25
Taxation	0.60	0.35	0.11
Number of employees	111.32	84.26	58.46
ROE (%)	10.66	6.46	9.11
ROA - EBIT over total assets (%)	6.25	4.34	3.57
Z-score	6.80	6.30	4.43
Total equity over TA (%)	32.81	29.68	10.46
Net working capital over total assets (%)	21.24	19.23	8.31
Cash over TA (%)	10.70	9.03	7.18
Observations	80,972	57,248	13,529

FONTE: E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, table 2, p. 542.

Suddividendo il campione in base alla dimensione aziendale, notiamo che la capitalizzazione azionaria espressa attraverso l'indice *Equity over Total Assets* è maggiore per le grandi imprese (38,12%), rispetto a quelle medie e piccole, rispettivamente 32,51% e 32,6%; la loro minore capitalizzazione le rende

potenzialmente più fragili di quelle più grandi di fronte a shock negativi della redditività. Il rendimento del capitale proprio, ROE, è maggiore nelle piccole imprese (10,94%) e medie (10,22%) rispetto alle grandi imprese (8,17%), differenza che si restringe considerando il rendimento delle attività, ROA, ovvero guadagni sul totale attivo prima degli interessi e delle tasse, pari al 6,27% per le piccole imprese e a 6,19% per le grandi. Inoltre, il *Cash over Total Assets* varia dal 10,97% per le piccole imprese all'8,91% per quelle grandi, in modo tale che le prime presentano una riserva di liquidità più ampia. Il costo medio per dipendente non differisce di molto con la dimensione aziendale, ciò implica che il sussidio al costo del lavoro per dipendente durante il lockdown è abbastanza bilanciato. Tuttavia, i costi totali al netto dei costi e delle tasse, scalati dai ricavi operativi, risultano essere maggiori per le piccole imprese (83%) rispetto alle medie e grandi imprese che si attestano all'incirca all'80%. Mentre, per valutare l'affidabilità creditizia, utilizzando il punteggio Altman Z-score, si può capire come la solvibilità dell'impresa si deteriora a seguito dello shock da COVID-19. Il valore del punteggio vario da 6,75 per le grandi imprese a 6,86 per le piccole imprese, ciò significa che non vi è nessuna differenza significativa nel merito del credito tra le tre tipologie di impresa analizzate.¹⁹⁷ Di seguito, le tabelle 3.2, 3.3, 3.4 raffigurano i dati appena discussi.

¹⁹⁷ E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, pp. 541-545.

Tabella 3.2. Caratteristiche delle grandi imprese

	Firms in 2018 (1)	Firms with equity erosion after a 3-month lockdown (2)	Firms in distress after a 3-month lockdown (3)
Total assets	703.64	496.51	279.18
Total equity	257.16	172.18	30.41
Total equity (2017)	244.43	168.16	29.98
Operating revenues	521.56	490.57	566.19
Net income	19.58	5.30	0.08
Total cost net of employees' costs and tax	418.40	419.90	520.19
Cost of employees	72.08	58.77	44.15
Taxation	9.33	6.61	1.77
Number of employees	1,543.65	1,287.72	1,068.79
ROE (%)	8.17	1.60	-4.41
ROA - EBIT over total assets (%)	6.19	4.01	2.42
Z-score	6.75	6.20	4.20
Total equity over TA (%)	38.12	35.13	14.40
Net working capital over total assets (%)	17.24	15.03	4.06
Cash over TA (%)	8.91	7.42	5.62
Observations	3,416	1,860	219

FONTE: E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm- level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, table 3, p. 543.

Tabella 3.3. Caratteristiche delle medie imprese

	Firms in 2018 (1)	Firms with equity erosion after a 3-month lockdown (2)	Firms in distress after a 3-month lockdown (3)
Total assets	33.80	31.87	22.60
Total equity	12.91	10.68	2.40
Total equity (2017)	11.88	9.88	2.08
Operating revenues	35.65	35.63	40.49
Net income	1.09	0.45	0.21
Total cost net of employees' costs and tax	28.73	29.93	35.89
Cost of employees	5.34	4.92	4.21
Taxation	0.48	0.33	0.18
Number of employees	128.30	118.93	117.69
ROE (%)	10.22	5.09	6.74
ROA - EBIT over total assets (%)	6.22	4.33	3.49
Z-score	6.63	6.17	4.25
Total equity over TA (%)	32.51	30.12	11.31
Net working capital over total assets (%)	20.14	17.95	5.39
Cash over TA (%)	10.19	9.00	8.27
Observations	18,837	12,287	2,699

FONTE: E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm- level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, table 4, p. 544.

Tabella 3.4. Caratteristiche delle piccole imprese

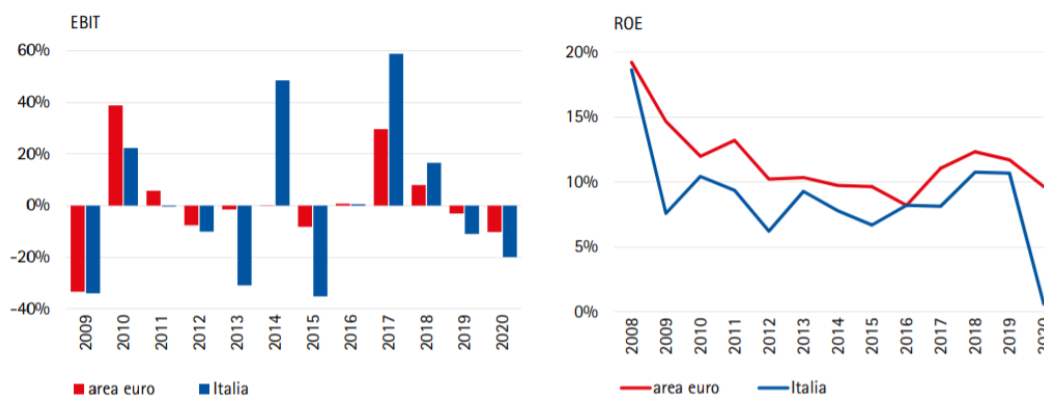
	Firms in 2018	Firms with equity erosion after a 3-month lockdown	Firms in distress after a 3-month lockdown
	(1)	(2)	(3)
Total assets	9.33	8.10	6.02
Total equity	3.80	2.57	0.61
Total equity (2017)	3.14	2.47	0.50
Operating revenues	8.58	8.49	10.09
Net income	0.28	0.12	0.08
Total cost net of employees' costs and tax	7.18	7.35	9.07
Cost of employees	0.98	0.93	0.89
Taxation	0.13	0.08	0.06
Number of employees	22.55	22.44	22.54
ROE (%)	10.94	7.06	10.00
ROA - EBIT over total assets (%)	6.27	4.35	3.62
Z-score	6.86	6.34	4.48
Total equity over TA (%)	32.60	29.33	10.16
Net working capital over total assets (%)	21.82	19.78	9.14
Cash over TA (%)	10.97	9.10	6.93
Observations	58,719	43,101	10,611

FONTE: E. Carletti, T. Oliviero, M. Pagano, L. Pelizzon, M. G. Subrahmanyam, *the COVID-19 shock and equity shortfall: firm-level evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance*, vol. 9, n. 3, 27 luglio 2020, table 5, p. 545.

All'inizio del secondo semestre del 2020 la debolezza del quadro congiunturale e l'incertezza delle prospettive economiche hanno dato impulso ad una revisione al ribasso delle proiezioni della redditività delle imprese quotate europee. In particolare, il tasso di crescita del margine operativo, l'EBIT, faticherebbe ad aumentare, contraendosi di 10 punti percentuali per le imprese europee e di 20 punti percentuali per le imprese italiane. In linea con la dinamica dell'EBIT, il ROE, si potrebbe attestare al 10% per le società europee e all'1% per le imprese italiane. La Figura 3.1. evidenzia tali risultati.¹⁹⁸

¹⁹⁸ N. Linciano, V. Caivano, F. Fancello, M. Gentile, *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB, luglio 2020, p. 54.

Figura 3.1. Redditività delle principali società non finanziarie quotate nell'area euro e in Italia



FONTE: N. Linciano, V. Caivano, F. Fancello, M. Gentile, *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB, luglio 2020, fig. 55, p. 54.

L'area Studi Mediobanca analizza l'impatto della pandemia da COVID-19 sui bilanci annuali 2020 di quasi 200 grandi multinazionali, con fatturato annuale superiore a 3 miliardi di euro, ricavi complessivi pari a oltre 8 mila miliardi e 21 milioni di occupati nel mondo. Risulta che a livello settoriale gli operatori più in difficoltà sono stati i colossi petroliferi, i produttori di mezzi di trasporto e i gruppi della moda, registrando riduzioni a doppia cifra di ricavi, margini ed investimenti. In particolare, il MON, il margine operativo netto, flette per la Moda (-47,9%), Oil&Gas (-84,6%) e l'Automotive (-41,5%) a differenza del Websoft che registra un (+24,7%), l'elettronica un (+16,9%) e la GDO un (+18,4%). Anche l'EBIT

margin medio delle multinazionali conferma i risultati settoriali, riduzioni consistenti per l'Oil&Gas che si attesta al (4%) e dell'Aeronautica al (-15,2%). Anche le spese in conto capitale sono diminuite per i settori della moda, dell'aeronautica e dell'Oil&Gas, di fatto il valore di CAPEX si attesta al (-30,6%) per la moda, (-26,4%) per l'Aeronautica e al (-25,3%) per l'Oil&Gas.¹⁹⁹

3.1.3 Il rischio di default

Lo shock indotto dal COVID-19 fornisce un contesto stimolante in cui sondare l'impatto del rischio di credito sulle disponibilità liquide delle imprese e il ruolo dei mercati finanziari nel fornire liquidità immediata. Lo scoppio della pandemia ha indotto i governi di tutto il mondo a chiudere gran parte delle loro economie, un'azione intesa a frenare il contagio, che ha determinato la caduta della stragrande maggioranza delle aziende in un'imminente crisi di liquidità. Il COVID-19 ha quindi aumentato il modo esogeno il rischio di insolvenza per molte aziende, influenzando direttamente i futuri flussi di cassa ed aumentando contemporaneamente il rischio di *rollover*. Secondo uno studio effettuato su un campione di imprese americane, questo impatto è stato particolarmente sentito sulle aziende con rating BBB, che hanno subito un improvviso aumento del rischio di

¹⁹⁹ Area Studi Mediobanca, *Briefing note: impatto COVID-19 sui conti annuali 2020 (MNEs mondiali)*, report del 30 marzo 2021, p. 3.

essere declassate a NonInvestment Grade.²⁰⁰ Inoltre, il rischio di default è amplificato dal rischio di *rollover*, il deterioramento della liquidità sul mercato del debito porta ad un aumento non solo del premio di liquidità delle obbligazioni societarie ma anche del rischio di credito. Quest'ultimo effetto ha origine dal *rollover* del debito delle imprese. Quando il deterioramento della liquidità fa sì che un'impresa subisca perdite nel rinnovare il proprio debito in scadenza, i detentori di azioni sopportano le perdite mentre i detentori di debito in scadenza sono pagati per intero.²⁰¹

Un'impresa, colpita da un grande ed imprevisto shock dei ricavi, tenterà ad aumentare la sua disponibilità di cassa precauzionale e ad assicurare una flessibilità finanziaria. Definiamo flessibilità finanziaria la facilità con cui un'impresa può finanziare una carenza di flussi di cassa. Un'azienda che ha il massimo livello di flessibilità finanziaria non ha difficoltà a finanziare un deficit di flussi di cassa; oltre a detenere liquidità, ha meno debiti in scadenza entro un anno e ha meno leva, misurata dal debito a lungo termine sulle attività. Un esempio è una società interamente azionaria con ampia liquidità che non affronta rischi associati al pagamento del debito o al *rollover* del debito. Mentre, imprese meno flessibili dal punto di vista finanziario devono dedicare risorse per raccogliere fondi, pagare di

²⁰⁰ V. V. Acharya, S. Steffen, *the risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, The Review of Corporate Finance, vol. 9, n.3, novembre 2020, pp. 430-431.

²⁰¹ Z. He, W. Xiong, *Rollover risk and credit risk*, The Journal of Finance, vol. 67, n. 2, aprile 2012, pp. 391-394.

più per questi fondi e se non sono in grado di procurarseli, trovare altri modi per generare denaro, per esempio effettuando delle riduzioni dei costi non ottimali oppure dei tagli ai loro programmi di investimento. L'economia finanziaria ci dice che un effetto negativo causato da uno shock esogeno dovrebbe incidere maggiormente sulle imprese con bassi livelli di flessibilità finanziaria, imprese pertanto soggette al rischio di credito.²⁰²

Le aziende con un rischio di credito più elevato, ovvero società non Investment Grade e con rating BBB hanno aumentato in particolare le loro disponibilità liquide nel primo trimestre del 2020. Le imprese a rischio *default* sono state quelle con rating tra B e BBB, se le prime della classe, le triple A, sono state in grado di superare con disinvoltura anche lo scenario più negativo, per tutte le altre classi rating le probabilità di *default* sono destinate ad aumentare secondo gli stress test condotti dalle agenzie di rating Fintech d'Europa, che effettuano simulazioni progettate per elaborare proiezioni dell'andamento dei bilanci di un campione di imprese italiane. Le imprese con rating intermedio rappresentano il 65% delle Pmi italiane. Per la classe B, imprese equilibrate pure se con margini risicati, la situazione si stima essere la più critica: la probabilità aumenta di tre volte, diventando di gran lunga superiore a quella della tripla C, che già presentavano un basso merito creditizio prima del COVID, ma l'aumento della probabilità di *default*

²⁰² R. Fahlenbrach, K. Rageth, R. M. Stulz, *how valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis*, National Bureau of Economic Research, working paper 27106, Cambridge, Maggio 2020, pp. 8-15.

che pure è rilevante, non modifica il livello di rischiosità della categoria. Per le società con rating medio si assiste, invece, ad un passaggio verso una classe inferiore, è un tema rilevante per l'economia perché sono diventate molte di più, in termini assoluti, le aziende a rischio di fallimento; una situazione critica per le banche in quanto si sono trovate in portafoglio un debito che da solvibile entrava in area non performing, rischiando di diventare un *fallen angels*.²⁰³

Si prevede che le insolvenze delle imprese a livello globale siano aumentate del 26% nel 2020, poiché la pandemia ha spinto l'economia mondiale verso la recessione. I dati relativi alle insolvenze registrati nel primo semestre del 2020 mostrano però un singolare e sorprendente andamento decrescente, la maggior parte dei paesi europei hanno registrato meno insolvenze rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. In particolare, il Regno Unito, la Spagna e la Francia hanno presentato cifre annue che vanno da -20% a -40%. Questi grandi cali sono in contrasto con la gravità della recessione, soprattutto perché questi Paesi sono stati tra i più colpiti dalla crisi. Il motivo è imputabile alle modifiche che la maggior parte dei Paesi hanno effettuato sul quadro normativo in materia di diritto fallimentare per proteggere le imprese dal fallimento; queste misure includono la sospensione temporanea delle procedure concorsuali. Il Belgio, l'Italia e la Spagna alla vigilia delle prime restrizioni, hanno emanato leggi che congelano

²⁰³ F. Gerosa, *Le imprese a rischio default con il coronavirus sono il 65% delle Pmi italiane*, Finanza Milano, 23/03/2020, disponibile su: <https://www.milanofinanza.it/>

temporaneamente le procedure concorsuali o che dichiarino inammissibili i fallimenti; altri Paesi come l’Australia hanno aumentato la soglia di indebitamento delle imprese per dichiarare fallimento. Un terzo gruppo di Paesi tra cui i Paesi Bassi, la Svezia, il Regno Unito e gli Stati Uniti non hanno apportato modifiche sostanziali ai loro regolamenti in risposta al COVID-19 ma la legislazione fallimentare, essendo soggetta ad una revisione più ampia, ha potuto influire sui fallimenti che erano in corso. In secondo luogo, i Governi e le banche centrali di tutto il mondo hanno adottato misure per contrastare gli effetti economici e per sostenere le piccole imprese. La Banca d’Inghilterra, come anche le banche centrali dei Paesi europei, ha avviato programmi di prestito per le Pmi. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, il sostegno governativo sotto forma di sussidi salariali, sospensioni fiscali temporanee, assistenza sociale e sovvenzioni dirette ha comportato un aumento del deficit di bilancio, improbabile che non comporti nel lungo termine un aumento delle insolvenze; anche se questi pacchetti coprono i costi sostenuti dalle imprese, potrebbero non bastare per le continue perdite di profitti. Mentre le misure che comprendono la creazione di asset, come prestiti a fondo perduto o apporti di capitale alle imprese hanno un impatto minimo sul deficit ma potrebbero aumentare il debito pubblico nel lungo termine. Infine, le garanzie pubbliche hanno creato una passività contingente con il governo esposto a richieste di escussione di garanzie.

Nella seconda metà del 2020 si stima un elevato numero di fallimenti. Una graduale eliminazione delle misure di stimolo fiscale e un riavvio delle procedure fallimentari si crede che possano favorire un aumento delle insolvenze. Gli aumenti più contenuti di insolvenze si registrano in Europa. In Germania, Francia, Austria, Belgio, Italia le insolvenze si suppone che aumentino in percentuale che varia dal 6% al 20%. Tra le economie invece, in cui si prevede un aumento delle insolvenze ci sono, la Turchia, gli Stati Uniti, Paesi Bassi e Spagna, aumento in gran parte attribuito alla grave contrazione economica e alle procedure di insolvenza dei singoli Paesi, per esempio nei Paesi Bassi l'elevata sensibilità delle insolvenze alle condizioni economiche affonda le sue radici nel quadro giuridico e spiega perché ci si aspetta che queste subiscano un notevole aumento: le aziende con difficoltà finanziarie spesso preferiscono presentare istanza di fallimento e riprendere l'attività sotto un'altra entità.

Per quanto riguarda le previsioni sulle insolvenze per il 2021, anche in questo caso esiste un'ampia forbice nelle stime. In alcuni Paesi si verificherà un aumento del livello di insolvenza dovuto al ritardo delle registrazioni causato dalla sospensione temporanea dei procedimenti giudiziari nel 2020, è il caso della Spagna, del Canada, della Francia, dell'Austria, Paesi in cui si prevede che si registreranno i maggiori aumenti per il 2021. Per la Svezia, i Paesi Bassi la crescita economica relativamente più debole nel 2021 a seguito della più lieve contrazione nel 2020, unita al ritiro dei pacchetti di sostegno fiscale, porta a prevedere un

leggero aumento delle insolvenze nel 2021. Nonostante il fatto che nel complesso tutti i mercati vedano un leggero calo delle insolvenze nel 2021, è opportuno precisare che questo è relativo al livello medio di insolvenza nel 2020. Confrontando i numeri del 2021 sono ancora superiori del 25%. Pertanto, si sottolinea che il livello di rischio di insolvenza rimarrà comunque più elevato rispetto a prima della crisi del coronavirus, a seguito di una ripresa economica moderata nel 2021.²⁰⁴

3.2. COVID e scelte di investimento

La pandemia COVID-19 può essere considerata il terzo grande shock che ha colpito l'economia globale nei primi due decenni di questo secolo. In primo luogo, gli Stati Uniti hanno sperimentato gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, poi la crisi finanziaria del 2008-2009 e ora la pandemia da COVID-19. Ognuna di queste crisi ha messo a confronto l'economia globale e il sistema finanziario in particolare, con sfide diverse; la crisi COVID-19, probabilmente la peggiore, rappresenta la più profonda recessione globale dalla Seconda guerra mondiale. I flussi di cassa delle aziende durante il primo semestre del 2020 sono stati duramente

²⁰⁴ T. Smid, I. Ciobica, *Forte aumento delle insolvenze nel 2020 per il Covid-19*, Atradius, settembre 2020, articolo disponibile su: <https://atradius.it/pubblicazioni/>

colpiti, con conseguenti difficoltà finanziarie a lungo termine. In queste circostanze, il finanziamento esterno diventa cruciale ma, una leva finanziaria elevata può ostacolare i nuovi finanziamenti. Infatti, un maggior indebitamento e un rischio di insolvenza portano immediatamente al noto problema dell'eccesso di debito, con conseguenti minori investimenti futuri in un momento in cui sarà necessario investire per intercettare la fase di ripresa economica.²⁰⁵ Sebbene i Governi abbiano sviluppato programmi di prestito per aiutare le imprese in difficoltà a sopravvivere alla pandemia, questi sono risultati essere insufficiente in quanto le imprese richiedevano più flussi di cassa di quanti ne erogavano, per trattenere i lavoratori, adempiere alle proprie obbligazioni e investire nelle loro infrastrutture. In questo contesto, vi è stata la necessità di raccogliere la maggior parte delle conoscenze relative alla gestione aziendale, alla pianificazione strategica e all'innovazione, per formulare scelte alternative e per rafforzare i modelli di business per diversi mercati e restrizioni.²⁰⁶

Le imprese hanno affrontato durante i primi mesi del 2020 sfide molto impegnative nell'incertezza: per necessità hanno dovuto dare priorità all'immediato, focalizzandosi sui bisogni delle proprie persone, dei clienti, dei fornitori e sulla gestione efficace delle discontinuità della Supply Chain; in

²⁰⁵ A, Ellul, I. Erel, U, Rajan, *The COVID-19 Pandemic crisis and corporate finance*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre 2020, pp. 421-423.

²⁰⁶ S, Caballero-Morales, *Innovation as a recovery strategy for SMEs in emerging economies during the COVID-19 pandemic*, Research in International Business and Finance, vol. 57, ottobre 2021, pp. 1-2.

parallelo, hanno cercato di stabilizzare i ricavi, dare una nuova forma al proprio business per allinearsi con l'evoluzione della domanda e individuare nuovi percorsi di crescita.²⁰⁷

Le reazioni delle imprese alla crisi sono cambiate dall'adozione di soluzioni tecnico-operative necessarie allo svolgimento del business a strategie maggiormente proattive. Le opzioni considerate risultano fortemente connesse, oltre al coinvolgimento nelle misure di chiusura delle attività, alla dimensione aziendale e a ulteriori caratterizzazioni, quali per esempio il grado di partecipazione ad attività internazionali. Per oltre un'impresa italiana su tre la reazione alla crisi non ha implicato azioni di carattere strategico, questo comportamento si è diffuso soprattutto tra le unità di minore dimensione e tra quelle orientate al mercato domestico. L'adozione di risposte complesse al mutato contesto ha coinvolto invece di più le imprese interessate dalla chiusura; le azioni messe in campo riguardano in primis la riorganizzazione degli spazi e dei processi, che contraddistinguono le unità di maggiore dimensione e le imprese attive nei servizi. Il differimento o l'annullamento dei piani di investimento è stato attuato soprattutto dalle medie e grandi imprese che producono beni di investimento e quelle attive in settori connessi alle filiere internazionali della produzione e del commercio. Nei settori rimasti aperti invece, la propensione verso strategie di cambiamento è stata

²⁰⁷ Grant Thornton, *The global economy after COVID-19 according to IBR data*, 22 luglio 2020, articolo disponibile su: <https://www.bgt-grantthornton.it/en/insights/articles/2020/the-global-economy-after-covid-19-according-to-ibr/>

maggiore; tra queste spiccano l'accelerazione della transazione digitale e il maggiore utilizzo di connessioni virtuali verso mercati interni ed esterni.²⁰⁸

Si sono distinte nicchie di mercato le cui aziende hanno posto immediatamente il focus di investimento su obiettivi differenti. È il caso, per esempio, delle aziende italiane occupate nel settore del Food&Beverage e HO.RE.CA. per le quali, al crescere della dimensione aziendali, la propensione all'utilizzo di fonti di finanziamento per ripagare le spese correnti si è ridotta a fronte di un aumento dell'interesse verso investimenti specifici a sostegno della ripresa del business, come per esempio, finanziare nuove campagne di marketing o supportare iniziative di espansione in mercati internazionali.

Per l'appunto, alcune aziende hanno reagito già nel breve periodo provando a cogliere le prime opportunità derivanti dalla pandemia, come nel caso della riconversione degli impianti per la produzione di dispositivi di protezione individuale/medici.²⁰⁹ Le grandi industrie automatizzate cinesi all'indomani della diffusione dell'epidemia si sono trovate a produrre una quantità inesauribile di mascherine, tra le industrie annoveriamo la Aviation Industry Corporation of China di Chengdu, orgoglio dell'aeronautica militare, che ha applicato la tecnologia di precisione avionica alla produzione di mascherine e materiale di protezione

²⁰⁸ ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 15 giugno 2020, p. 15.

²⁰⁹ M. Pincetti, E. Lanzillo, G. Falcone, F. Grillo, *I bisogni della Pmi per la ripresa post- Covid, la crisi come opportunità per evolvere i paradigmi aziendali*, report a cura di Confindustria, Intesa Sanpaolo e Deloitte, pp. 10-11.

utilizzato negli ospedali; anche i giganti Foxconn, famoso per gli assemblaggi degli iPhone, Xiaomi e Oppo hanno riconvertito gli impianti produttivi; la Sinopec, gigante del petrolio, ha aumentato invece la produzione di materiali di base per le maschere professionali. A febbraio 2020, su 2.500 centri di produzione cinesi, 700 industrie hi-tech convertivano il proprio business.²¹⁰

Nel resto del mondo la situazione non era diversa, oltre oceano il gruppo Luxottica riorganizzava lo stabilimento di Orange Country, in California, per la produzione di visiere con l'obiettivo di rispondere alla crescente domanda di protezione nel fronteggiare la pandemia da COVID-19. In Europa il gruppo Lvmh, leader nel settore cosmetico, riadattava tutte le strutture dei suoi brand: Dior, Guerlain e Givenchy, adibite alla produzione di profumi, per la produzione di gel disinfettanti.

In Italia il 25% delle imprese italiane tra marzo e maggio 2020 avviava o valutava di avviare la riconversione delle proprie linee produttive; si è registrato un tasso di riconversione maggiore tra le aziende occupate nell'industria tessile e dell'abbigliamento per la fabbricazione di mascherine, e del Food&Beverage per la produzione di disinfettanti, dove la riconversione ha coinvolto 1 azienda su 3.²¹¹ La riconversione dei *plant* produttivi è stata incentivata dal D.L. Cura Italia in cui una

²¹⁰ G. Santavecchi, *Coronavirus, il nuovo dominio cinese: la produzione delle mascherine antiviruses*, corriere della sera, 12 marzo 2020, disponibile su: <https://www.corriere.it/>

²¹¹ M. Pincetti, E. Lanzillo, G. Falcone, F. Grillo, *I bisogni della Pmi per la ripresa post- Covid, la crisi come opportunità per evolvere i paradigmi aziendali*, report a cura di Confindustria, Intesa Sanpaolo e Deloitte, pp. 10-11.

norma specifica ha stanziato 50 milioni di euro per sostenere le aziende che volevano ampliare o riconvertire la propria attività, per produrre dispositivi medici o di produzione individuale (ventilatori, mascherine, occhiali, camici e tute di sicurezza, disinfettanti e kit diagnostici).²¹² Da Geox a Gucci, da Armani a Prada, da Valentino a H&M, passando per realtà come Moschino o piccole aziende tessili di alta moda, hanno messo in stand-by la propria produzione per arginare l'emergenza sanitaria, avviando la produzione di camici e mascherine. I gruppi Ferrari e Fiat Chrysler hanno aperto i propri stabilimenti per supportare anche la produzione di componentistica e l'assemblaggio di respiratori, mentre altri stabilimenti di Fiat Chrysler in Asia producevano mascherine.²¹³ Le aziende che hanno riconvertito sono consapevoli che questa opportunità è comunque una sfida non semplice: 5 aziende su 10 credono che la principale difficoltà sarà ritagliarsi una fetta di mercato sufficientemente grande a fronte di una competizione attesa in crescita e una domanda che si sta e comunque andrà progressivamente appiattendolo.²¹⁴

I passi intrapresi per la riapertura hanno significato l'inizio di un percorso più lungo di profonda trasformazione. Le organizzazioni in tutto il mondo sono state

²¹² A. Gagliardi, *Invitalia, a 50 aziende incentivi alla riconversione per produrre mascherine*, Il Sole 24 Ore, 25 aprile 2020, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

²¹³ A. Carli, *Mascherine e respiratori, ecco le fabbriche che si riconvertono*, Il Sole 24 Ore, 24 marzo 2020, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

²¹⁴ M. Pincetti, E. Lanzillo, G. Falcone, F. Grillo, *I bisogni della Pmi per la ripresa post- Covid, la crisi come opportunità per evolvere i paradigmi aziendali*, report a cura di Confindustria, Intesa Sanpaolo e Deloitte, pp. 10-11.

costrette ad una trasformazione della *workforce* su vasta scala e in velocità. I responsabili delle risorse umane, in tutti i settori di mercato, hanno aiutato dipendenti e organizzazioni a destreggiarsi nelle trasformazioni che hanno impattato sulla *workforce* tutta: gestire la necessità di operare una transizione immediata al *remote working*, per soddisfare le esigenze dei clienti e garantire la *business continuity*; provvedere ad equipaggiare i dipendenti con le tecnologie avanzate e l'*intelligence* necessarie per superare nei migliori dei modi queste improvvise e macroscopiche trasformazioni della *workforce*.²¹⁵

Le aspettative post-lockdown, per le imprese che hanno deciso di non riconvertire i propri stabilimenti produttivi, potrebbero non essere state certamente positive, tuttavia si possono osservare alcuni segnali e opportunità incoraggianti nonostante la crisi sanitaria globale abbia un impatto non solo sull'economia, ma anche che sul modo di fare impresa, lavorare, consumare e vivere. In questo contesto, i manager hanno affrontato la sfida urgente e complessa rappresentata dalla riapertura che, per superare l'incertezza, ha imposto un programma di rinnovamento. L'innovazione può essere intesa attraverso tre dimensioni: innovazione di prodotto, innovazione di processo e innovazione dei sistemi di gestione. Nello specifico, l'innovazione di prodotto è stata identificata come la più

²¹⁵ Accenture, *Superare l'incertezza: gestire l'impatto del COVID-19 su dipendenti e azienda*, 14 maggio 2020, articolo disponibile su: <https://www.accenture.com/it-it/about/company/coronavirus-business-economic-impact>

importante per migliorare le prestazioni delle imprese. Tuttavia, in pratica, le preoccupazioni relative a quando, dove e come innovare sono importanti quando si selezionano e si implementano le strategie e gli strumenti gestionali e tecnici richiesti. Poiché l'innovazione è considerato un fattore chiave per il successo delle imprese, è necessario considerare anche il concetto di valore aggiunto associato alle caratteristiche aggiunte a un prodotto per il quale il cliente è disposto a pagare un prezzo aggiuntivo. Questo è direttamente associato a processi specifici interni delle aziende.²¹⁶

Pertanto, l'emergenza in corso ha accelerato l'affermarsi di nuovi paradigmi di business, spingendo le aziende ad una scelta: rimanere "fedeli" allo status-quo o avere un atteggiamento anticipatorio nei confronti della nuova normalità in cui sia le aziende che i consumatori si sono trovati ad agire.²¹⁷ Preferendo la seconda alternativa, le aziende hanno colto l'opportunità, dettata dalla necessità, di creare quelle competenze in cui avrebbero dovuto investire prima della pandemia, ovvero, essere più digitali, sviluppare sistemi di *data-drive* e *cloud*, avere strutture di costo variabile, *operations* più agili e più automazione ed infine, avere *capability* più robuste nell'e-commerce e nella *security*.

²¹⁶ S, Caballero-Morales, *Innovation as a recovery strategy for SMEs in emerging economies during the COVID-19 pandemic*, Research in International Business and Finance, vol. 57, ottobre 2021, pp. 2-3.

²¹⁷ M. Pincetti, E. Lanzillo, G. Falcone, F. Grillo, *I bisogni della Pmi per la ripresa post-Covid, la crisi come opportunità per evolvere i paradigmi aziendali*, report a cura di Confindustria, Intesa Sanpaolo e Deloitte, p. 9.

La pandemia da COVID-19 ha trasformato anche l'esperienza come consumatori, la crisi ha modificato le scelte di consumo, accelerando imponenti trasformazioni strutturali nel settore *consumer goods*, per esempio. Con la nascita di questi nuovi comportamenti, le organizzazioni hanno anche avuto l'opportunità di accelerare il passaggio all'e-commerce, espandendo i servizi attuali oppure creandone di nuovi. Per esempio, i *retail* si sono organizzati per fornire ai consumatori una consegna "senza contatto" e un servizio di ritiro al piano strada. Questa accelerazione ha costretto le organizzazioni a ripensare alle proprie strategie digitali per cogliere nuove opportunità nei *marketplace*, intercettando nuovi segmenti di consumatori digitali.²¹⁸ Uno studio effettuato dalla società di Audit e Consulenza, Grant Thornton International, su 10.000 imprenditori e manager aziendale in 29 Paesi, inclusa l'Italia, mostra che il 50% delle aziende globali intervistate ha dichiarato che la propria strategia è stata adattata al nuovo scenario e continuerà a perseguire la crescita nel settore *Technology, Media e Telecommunication*. L'indagine mostra anche che alcune aziende hanno già implementato alcune misure per far fronte alla pandemia, con effetti positivi: oltre il 50% delle aziende ha implementato modalità di lavoro flessibile, in settori particolari come i servizi professionali e finanziari. Inoltre, lo scoppio del COVID-19 nella provincia dell'Hubei, ha evidenziato problemi di *supply chain* per molti

²¹⁸ Accenture, *Superare l'incertezza: gestire l'impatto del COVID-19 su dipendenti e azienda*, 14 maggio 2020, articolo disponibile su: <https://www.accenture.com/it-it/about/company/coronavirus-business-economic-impact>

settori, come quello automobilistico e della produzione elettrica. I risultati dell'indagine mostrano una forte correlazione positiva tra i settori in cui le imprese stanno già pianificando di mobilitare la catena di approvvigionamento in preparazione di una ripresa e le imprese che identificano la resilienza della catena di approvvigionamento come chiave per la strategia futura in uno scenario altamente incerto. Quasi il 40% degli intervistati ha già iniziato a pianificare quali clienti, mercati e prodotti o servizi dare la priorità per la ripresa. Il flusso di cassa rimarrà una preoccupazione per molte aziende, il 40% delle aziende ha anche iniziato a pianificare le risorse finanziarie necessarie durante la fase di recupero. Oltre a identificare la necessità di utilizzare più tecnologia e trasformazione digitale nella strategia aziendale in futuro, la crisi da COVID-19 ha evidenziato la necessità-opportunità di investire di più nella flessibilità organizzativa e nella relativa gestione della crisi dei processi. I dati mostrano che gli investimenti in ricerca e sviluppo sono fondamentali per ottenere in futuro un vantaggio competitivo per l'innovazione aziendale e la crescita a livello macroeconomico per Paesi ed imprese, soprattutto in termini di competenze e capacità utili in una tale incertezza economica globale come quella che stiamo attraversando.

Attraverso il nuovo programma europeo *Horizon Europe 2021-2027*, l'Europa indicherà obiettivi superiori al 3% per gli investimenti in R&S e per sostenere un nuovo *Green Deal* leader nel mondo. Le Nazioni Unite per il 2030 promuovono uno sviluppo sostenibile per cittadini, amministrazioni pubbliche e organizzazioni

private, per rispondere efficacemente alla pandemia e promuovere un cambiamento culturale e un processo di innovazione e resilienza di trasformazione per un sistema socioeconomico sostenibile per tutti.²¹⁹

I cambiamenti nei comportamenti dei consumatori, nella supply chain e nei canali di vendita hanno destabilizzato le aziende. La risposta alla pandemia ha reso evidente la necessità per i manager di accelerare l'adozione di *operations* per superare l'incertezza. Diventare una *Intelligence Enterprise* significa abbandonare i processi decisionali top-down, responsabilizzando team guidati dal *Purpose*, sostenuti dai dati, alimentati dalla tecnologia e dal *cloud* per una maggiore velocità di *go-to-market*. Adottare un modello distributivo di servizi globali può aiutare le grandi organizzazioni che operano trasversalmente ai settori di mercato a mitigare il rischio. Ribilanciare il rischio e la liquidità e allo stesso tempo valutare le opportunità sono le sfide dei prossimi mesi; la sopravvivenza immediata e futura dipende dall'azione rapida dei manager, incluse le azioni a breve termine per la stabilità e le mosse strategiche che potranno creare un nuovo futuro per le aziende e i mercati.²²⁰

²¹⁹ Grant Thornton, *The global economy after COVID-19 according to IBR data*, 22 luglio 2020, articolo disponibile su: <https://www.bgt-grantthornton.it/en/insights/articles/2020/the-global-economy-after-covid-19-according-to-ibr/>

²²⁰ Accenture, *Superare l'incertezza: gestire l'impatto del COVID-19 su dipendenti e azienda*, 14 maggio 2020, articolo disponibile su: <https://www.accenture.com/it-it/about/company/coronavirus-business-economic-impact>

Conclusioni

Nell'ultimo anno abbiamo assistito ad una profonda crisi sanitaria che ben presto si è trasformata in una crisi economica, favorita da diversi mesi di lockdown e da diversi blocchi a catena dell'attività di molte imprese, provocati da questo repentino cambiamento dello scenario sociale, politico ed economico che ha riguardato tutti i Paesi.

In molti hanno paragonato la crisi da COVID-19 con le crisi economiche più recenti: la crisi dei *mutui subprime* americana e del debito sovrano europea. Se per quanto riguarda i dati economici, ovvero PIL, disoccupazione, valore degli scambi e produzione industriale, è possibile fare delle comparazioni arrivando alla conclusione, documentata, della portata maggiore della crisi economica e finanziaria da COVID-19, non è altrettanto possibile fare paragoni tra queste crisi in termini di scenario, che sono molto diversi: la crisi da COVID-19 ha determinato il blocco produttivo di moltissime imprese che a catena ha determinato il rallentamento della *supply chain management* e il relativo blocco degli scambi internazionali. Conseguenze assolutamente non riscontrate nelle crisi finanziarie degli ultimi decenni che determinarono invece prevalentemente una minore offerta di capitali per l'economia reale dei Paesi coinvolti, alcuni dei quali peraltro con sistemi economici caratterizzati da pregressa e perdurante debole crescita.

Questo periodo di instabilità ha travolto le imprese, mettendole di fronte alle loro difficoltà finanziarie. I governi, nonché le istituzioni internazionali hanno approvato misure di sostegno al reddito delle imprese, che tuttavia non hanno impedito di avere delle conseguenze devastanti in termini di perdite di fatturato, disoccupazione e contrazione dei mercati. La Germania è stata l'unica ad approvare pacchetti di stimolo fiscale per sostenere i redditi delle imprese a salvaguardia della loro struttura patrimoniale. Gli altri Paesi, tra cui l'Italia, attraverso l'immissione di massicce dosi di liquidità sotto forma di prestiti bancari hanno favorito un aumento delle voci del passivo dei conti aziendali. L'ondata di debiti, imprevista e in parte forzata, non è servita a finanziare nuovi investimenti, ma sostanzialmente a resistere alla crisi e ad evitare l'insolvenza o la chiusura delle imprese. Gli Stati dovranno perciò successivamente trovare delle forme di sostegno alle imprese e di stimolo agli investimenti, ai consumi, all'export che siano allo stesso tempo efficaci e meno costose per la spesa pubblica.

Le continue restrizioni causate da nuove ondate di contagi hanno reso ancora più difficile per le imprese poter registrare valori positivi di performance. Le piccole e medie imprese sono state le più sofferenti; al contrario alcune grandi realtà imprenditoriali sono riuscite a cogliere le opportunità derivanti dalla pandemia riconvertendo i propri processi produttivi per la produzione di materiale di protezione medico/individuale. Sviluppando un'analisi settoriale, i settori più colpiti risultano essere stati: l'industria manifatturiera, l'automotive, la ristorazione,

il turismo, le costruzioni, l'industria dei trasporti, i giganti della moda e dell'energia. Mentre i settori che non hanno subito perdite consistenti ma che anzi hanno aumentato i fatturati appartengono ai settori della GDO, dell'elettronica e delle Websoft. Nella distribuzione invece c'è un vincitore assoluto: il commercio digitale, che ha triplicato le proprie performance. Gli strumenti digitali si sono rivelati un'ancora di salvezza per lavoratori, imprese e famiglie durante il lockdown e potranno essere un catalizzatore per la ripresa delle attività. La crisi sanitaria però, ci ha mostrato come l'innovazione non si concentri esclusivamente sulle nuove tecnologie o sul lancio di nuovi prodotti: può assumere diverse forme, tra cui l'adozione di nuovi metodi e processi, ma anche cambi di direzione nelle strategie aziendali per creare nuovo valore. Comprendere questi cambiamenti nelle tendenze all'innovazione consente alle aziende di identificare e cogliere opportunità importanti che possono renderle più competitive e proattive nel futuro. Cambiando punto di vista, molte imprese hanno potuto identificare le esigenze essenziali e adattare di conseguenza la propria strategia e le proprie attività; in questo processo hanno anche dovuto riflettere su priorità e valori, spesso ricalibrando le proprie strategie e attività di innovazione per concentrarsi su nuovi obiettivi. In fondo, l'innovazione è un concetto fluido che va di pari passo con i cambiamenti delle scelte dei consumatori che si sono abituati, loro malgrado e per effetto della pandemia, a nuove tipologie di consumi, in passato meno sviluppate, come l'asporto, il commercio on-line, le consegne a domicilio, l'uso di sistemi di

comunicazione e interazione più veloci ed efficienti. Per questo le aziende che sapranno riconoscere e soddisfare queste nuove tendenze nella domanda, in modo flessibile e mirato, risulteranno vincenti nel lungo periodo.

Le previsioni per una ripresa sono senz'altro ottimistiche, la somministrazione di un vaccino efficace e l'accordo arrivato sul pacchetto di misure mai finanziato dall'UE, Next Generation EU, per stimolare la ripresa, fanno ben sperare sulla ricostruzione dell'economia europea dopo la pandemia da COVID-19.

Bibliografia

- Accenture (2020), *solving for liquidity, profitability, and enterprise value during uncertain times*, 1 maggio, report disponibile su: <https://www.accenture.com/gr-en/insights/strategy/coronavirus-liquidity-profitability-enterprise-value>
- Accenture (2020), *Superare l'incertezza: gestire l'impatto del COVID-19 su dipendenti e azienda*, 14 maggio, articolo disponibile su: <https://www.accenture.com/it-it/about/company/coronavirus-business-economic-impact>
- Acharya V. V., Steffen S. (2020), *the risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID*, *The review of corporate finance*, vol. 9, n. 3, 23 luglio, pp. 430-471.
- Angelino A., Caporali A., Emiliani D., Mele G., Ungaro F., Romano G. (2020), *Rapporto regionale Pmi 2020*, Cerved, Editore Confindustria Servizi, Roma, giugno.
- Arlotta C., Potenza G, Schena C., Tanda A. (2018), *Lo sviluppo del Fintech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Prefazione alla collana dedicata al Fintech, CONSOB, marzo.
- Ambrosanio F., Delli Gatti D., Lossani M., Vaciago G., Verga G. (2008), *Osservatorio monetario*, il rapporto redatto dal laboratorio di analisi monetario, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 20 febbraio.
- Area Studi Mediobanca (2021), *Briefing note: impatto COVID-19 sui conti annuali 2020 (MNEs mondiali)*, report del 30 marzo.
- Aufrichtig A., Barnard A., Di Jordan A. (2020), *Mappa del mondo del coronavirus: monitoraggio dell'economia globale*, *Ney York Times*, i dati si basano sui

rapporti al momento della pubblicazione, ultimo aggiornamento 11 gennaio, disponibile su:

<https://www.nytimes.com/interactive/2020/world/coronavirus-maps.html>

Azevedo R. (2020), *Trade set to plunge as COVID-19 pandemic upends global economy*, World Trade Organization, 8 aprile, articolo disponibile su:

<https://www.wto.org/english/>

Barazza S., Borean L., Forte M., Lando M. C. (2020), *L'impatto del COVID-19 sui bilanci*, report di PricewaterhouseCoopers, maggio, disponibile su:

<https://pwc.com/it/covid-19/>

Basel committee on banking supervision (2008), *Credit risk transfer developments from 2005 to 2007*, The Joint Forum, financial stability board, 11 aprile.

Bassan V., Salvioli L., Simonetta B. (2020), *Cose che noi umani. La pandemia che ha sconvolto le nostre vite e resterà per sempre nell'immaginario comune. Una cronistoria degli eventi che non avremmo mai potuto immaginare*, Il Sole 24 Ore, ultimo aggiornamento il 26 novembre, disponibile su:

<https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

Basso F. (2020), *Recovery Fund e Next Generation EU, il piano per l'Europa spiegato punto per punto*, il Corriere della Sera, 17 dicembre, disponibile su:

<https://www.corriere.it/economia/aziende/>

Bocciarelli R. (2013), *Fmi: le Pmi vere vittime dello spread. Il costo della finanza, il nuovo working paper del fondo*, Il Sole 24 Ore, 04 aprile, p. 11.

Bolton P., Freixas X., Shapiro J. (2012), *the credit ratings game*, The Journal of Finance, vol. 67, n. 1, gennaio, pp. 85-111.

Bufacchi I. (2013), *Fondi salva- stati "cruciali" per la stabilità dell'Eurozona*, Il Sole 24 Ore, 21 giugno, p. 5.

- Bufacchi I. (2020), *I 4 bazooka della Bce pronti a “sparare” contro il virus*, Il Sole 24 Ore, 4 maggio, disponibile su: <https://24plus.ilsole24ore.com/>
- Bussi C. (2020), *Effetto Covid sulle Pmi: cresce la corsa alla liquidità*, Il Sole 24 Ore, 23 luglio, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>
- Bussi C. (2016), *Pmi, finanza alternativa in cerca di slancio. Risorse per la crescita. La crisi ha reso un sistema meno bancocentrico- resta da sciogliere il nodo degli investitori specializzati*, Il Sole 24 Ore, 22 agosto, p. 7.
- Caballero-Morales S. (2021), *Innovation as a recovery strategy for SMEs in emerging economies during the COVID-19 pandemic*, Research in International Business and Finance, vol. 57, ottobre 2021.
- Caivano V., Fancello F., Gentile M., Linciano N. (2020), *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB, 7 luglio.
- Campello M., Graham J. R., Harvey C. R. (2010), *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre, pp. 470-487.
- Capuano G. (2020), *Coronavirus crisi economiche a confronto*, Start Magazine, novembre, articolo disponibile su: <https://www.startmag.it/economia/crisi-economiche-a-confronto/>
- Carletti E., Oliviero T., Pagano M., Pelizzon L., Subrahmanyam M. G. (2020), *The COVID-19 Shock and Equity Shortfall: firm- level evidence from Italy*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, luglio, pp. 534-568.
- Carli A. (2020), *Mascherine e respiratori, ecco le fabbriche che si riconvertono*, Il Sole 24 Ore, 24 marzo, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>
- Carli A. (2020), *Recovery fund tutto quello che c'è da sapere in 10 domande e risposte. Dalle risorse destinate all'Italia ai paletti posti da Bruxelles, alla*

procedura, ai tempi di erogazione: breve vademecum sul fondo per la ripresa da 750 miliardi, Il Sole 24 Ore, 17 settembre, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

Carriero G. (2012), *Brevi note sulle agenzie di rating*, Il Foro italiano, vol. 135, n. 2, febbraio, pp. 49-54.

Casula E. (2020), *Chi sono e cosa stanno facendo le web soft company nel mondo e in Italia secondo Mediobanca*, retail, ricerche, 15 ottobre, articolo disponibile su: <https://www.retailwatch.it/>

Cencioni A. (2021), *Recovery, la partita si gioca su gestione, controllo e tempestività*, Il Sole 24 Ore, scritto da Econopoly, 15 aprile, articolo disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/>

Ciobica I, Smid T. (2020), *Forte aumento delle insolvenze nel 2020 per il Covid-19*, Atradius, settembre, articolo disponibile su: <https://atradius.it/pubblicazioni/>

Codagnone C, Polo- Friz D. (2020), *Paura e pessimismo: gli effetti del coronavirus sull'economia*, Il Sole 24 Ore, Econopoly, 30 giugno 2020, disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2020/06/30/coronavirus-economia-pessimismo/>

Colombo D. (2019), *Indagine Bce, cresce il rischio. Ora criteri più aspri per i prestiti*, Il Sole 24 Ore, 24 luglio, p. 15.

Dell'Araccia G., Detragiache E., Rajan R. (2008), *The real effect of banking crises*, Journal of Financial Intermediation, vol. 17, n. 1, gennaio, pp. 89-112.

De Luca A. (2020), *Coronavirus: una crisi economica globale*, Istituto per gli Studi di Politica Internazionale, 15 aprile, articolo disponibile su: <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/>

- De Vincenzo A. (2021), *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, report di Banca d'Italia eurosystema, 18 marzo.
- Di Donfrancesco G. (2020), *Fmi: la crisi più grave dalla Grande depressione*, Il Sole 24 Ore, 9 aprile, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>
- Di Pace M. (2020), *Gestione della crisi Covid-19 per i piccoli imprenditori e i professionisti. Soluzioni, strategie e strumenti per il superamento della crisi*, Maggioli editore, Rimini.
- Di Rosa A. (2020), *Scenario FMI ottobre 2020: la lunga strada della ripresa*, 20 ottobre, articolo disponibile su: <https://www.exportplanning.com/it/magazine/mobile-article/2020/10/20/scenario-imf-ottobre-2020/>
- Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica (2020), *Gli andamenti di lungo periodo dell'economia italiana*, dati disponibili su: <http://www.programmazioneeconomica.gov.it/2018/12/20/andamenti-lungo-periodo-economia-italiana/>
- Domenichelli O. (2013), *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino, luglio.
- Durand D. (1952), *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*, in Conference on Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research, New York, pp. 215-262.
- Ellul A., Erel I., Rajan U. (2020), *The COVID-19 pandemic crisis and corporate finance*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre, pp. 421- 429.

Eurostat (2020), *Conti nazionali: impatto del COVID-19 sulle industrie dell'Ue*, 5 agosto, articolo disponibile su: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/>

Fahlenbrach R., Ragoth K., Stulz R. M. (2020), *how valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis*, National Bureau of Economic Research, working paper 27106, Cambridge, Maggio.

Falcone G., Grillo F., Lanzillo E., Pincetti M. (2020), *I bisogni della Pmi per la ripresa post- Covid, la crisi come opportunità per evolvere i paradigmi aziendali*, articolo a cura di Confindustria, Intesa Sanpaolo e Deloitte.

Franceschini A. (2016), *Bond aziendali, acquisti Bce al via*, Il Sole 24 Ore, 09 giugno, p. 3.

Frattona E. (2020), *Come funzionano gli acquisti di titoli pubblici della Bce?* Osservatorio conti pubblici italiani, 18 maggio, disponibile su: <https://osservatorioepi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-come-funzionano-gli-acquisti-di-titoli-pubblici-della-bce>

FTA Online news (2019), *Stock option: cosa sono e come funzionano*, Borsa italiana, Milano, 22 marzo, articolo disponibile sul sito: <https://www.borsaitaliana.it/>

Gagliardi A. (2020), *Invitalia, a 50 aziende incentivi alla riconversione per produrre mascherine*, Il Sole 24 Ore, 25 aprile, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

Ganz B. (2020), *Crisi Covid, oltre il 50% delle imprese costrette a vendere a credito*, Il Sole 24 Ore, 24 novembre, articolo disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

- Gerino C. (2020), *e-Commerce, crescita nel 2020 prevista al +26%*, la Repubblica, 11 luglio, articolo disponibile su: <https://www.repubblica.it/economia/>
- Gerosa F. (2020), *Le imprese a rischio default con il coronavirus sono il 65% delle Pmi italiane*, Finanza Milano, 23 marzo, disponibile su: <https://www.milanofinanza.it/>
- Gopinath G. (2020), *The great Lockdown through a Global Lens*, International Monetary Fund, 16 giugno, articolo disponibile su: <https://blogs.imf.org/2020/06/16/the-great-lockdown-through-a-global-lens/>
- Grant Thornton (2020), *The global economy after COVID-19 according to IBR data*, 22 luglio, articolo disponibile su: <https://www.bgt-grantthornton.it/en/insights/articles/2020/the-global-economy-after-covid-19-according-to-ibr/>
- Halling M., Yu J., Zechner J. (2020), *how did COVID-19 affect firms' access to public capital markets?* The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre, pp. 501-533.
- He J., Qian J., Strahan P. (2012), *are all the ratings created equal? The impact of issuer size on the pricing of Mortgage- Backed Securities*, the Journal of Finance, vol. 67, n. 6, dicembre, pp. 2097-2137.
- He Z., Xiong W. (2012), *Rollover risk and credit risk*, The Journal of Finance, vol. 67, n. 2, aprile, pp. 391-430.
- Hu M., Ji Q., Zhang D. (2020), *Financial markets under the global pandemic of COVID-19*, Finance Research Letters, vol. 36, ottobre, pp. 1-6.
- Hunt J. P. (2008), *Credit rating agencies and the Worldwide Credit Crisis: the limit of reputation, the insufficiency of reform and a proposal of improvement*, Columbia business law review, vol. 2009, n. 1, settembre.

- Iannuzzi R. (2020), *Il Coronavirus cambierà il volto del pianeta. Anche se questa crisi non è colpa sua*, Il Fatto Quotidiano, 3 aprile, disponibile su: <https://www.ilfattoquotidiano.it/>
- Il Ministero dell'Economia e delle Finanze pubblica i punti fondamentali del *Decreto Rilancio, le misure per rimettere in moto il Paese*, 14 maggio 2020, disponibile sul sito: <https://www.mef.gov.it/focus/Decreto-Rilancio-le-misure-per-rimettere-in-moto-il-Paese/>
- Istat (2020), *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19*, statistiche report, 15 giugno.
- Istat (2020), *Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria COVID-19*, statistiche report, 14 dicembre.
- Ivashina V., Scharfstein D. (2010), *Bank lending during the financial crisis of 2008*, Journal of Financial Economics, vol. 97, n. 3, settembre, pp. 319-338.
- Jensen M. C., Meckling W. H. (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n. 4, ottobre, 305-360.
- Kraus A., Litzenberger R. H. (1973), *A state-preference model of optimal financial leverage*, The Journal of Finance, vol. 28, n. 4, settembre, pp. 911-922.
- Lang S., Schadner W. (2021), *The trilemma of expansionary monetary policy in the Euro area during the COVID-19 crisis*, Finance Research Letters, articolo in Stampa, 8 aprile.
- Longo M. (2012), *Agenzie e azionisti: il grande conflitto. Mercati e manovra-il controllo del rating*, Il Sole 24 Ore, 17 gennaio, p. 8.

- Lops V. (2013), *Due anni di cure Bce frenano lo spread. Mercati globali- l'andamento dei tassi*, Il Sole 24 Ore, 10 novembre, p. 7.
- Losi M. (2019), *MES cos'è e come funziona il Fondo salva- Stati*, Il Sole 24 Ore, 29 novembre, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>
- Merli A. (2012), *Acquisti di bond senza limiti a difesa dell'euro. Salviamo l'euro- la riunione dell'Eurotower*, Il Sole 24 Ore, 07 settembre, p. 3.
- Merli A. (2014), *Domanda debole all'asta Bce. La lunga crisi. Le strategie di politica monetaria*, Il Sole 24 Ore, 19 settembre, p. 3.
- Merli A. (2015), *È partito il grande Qe all'europea. Ripresa e mercati- il bazooka di Draghi*, Il Sole 24 Ore, 10 marzo, p. 3.
- Miglietta N. (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli editore, Torino.
- Miller M. H., Modigliani F. (1963), *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, The American Economic Review, vol. 53, n. 3, giugno 1963, pp. 433-441.
- Miller M. H., Modigliani F. (1958), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, n. 3, giugno, pp. 261-297.
- Miller M. H. (1988), *The Modigliani- Miller propositions after thirty years*, Journal of Economic Perspectives, vol. 2, n. 4, pp. 99-120.
- Myers S. C. (1984), *The capital structure puzzle*, The Journal of Finance, vol. 39, n. 3, luglio, pp. 574-592.

OICV-IOSCO (2008), *The role of credit rating agencies in structured finance markets*, report of the technical committee of international organization of securities commissions, marzo.

Organizzazione Internazionale del Lavoro (2008), *ILO: la crisi finanziaria potrebbe causare 5 milioni di disoccupati in più nel 2008*, 23 gennaio, report disponibile su: <https://www.ilo.org/rome/risorse-informative/comunicati-stampa/>

Organizzazione Internazionale del Lavoro (2020), *Vertice mondiale dell'OIL sul COVID-19 e il mondo del lavoro- nota di sintesi*, 24 giugno, report disponibile su: <https://www.ilo.org/rome/approfondimenti/>

Orizzonti Politici per Econopoly (2020), *Coronavirus cosa ci insegnano le crisi del passato*, Il Sole 24 Ore, 23 marzo, disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2020/03/23/coronavirus-crisi-passato/>

Pagano M. (2005), *The Modigliani- Miller theorems: a cornerstone of finance*, Centre for studies in economics and finance, working paper n. 139, maggio.

Pavesi F. (2015), *Moody's S & P e Fitch ecco chi comanda nelle agenzie di rating*, Il Sole 24 Ore, 10 settembre, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

Pesole D. (2020), *Dal crollo della produzione industriale una spinta a fare presto e a spingere sul pedale degli investimenti*, Il Sole 24 Ore, 5 maggio, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

Pogliotti G. (2020), *Impatto coronavirus: volumi dimezzati per la produzione metalmeccanica*, Il Sole 24 Ore, 25 giugno, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>

Prasad E., Wu E. (2020), *April 2020 update to TIGER: The coronavirus collapse is upon us*, report of Brookings, 12 aprile, disponibile su:

<https://www.brookings.edu/research/april-2020-update-to-tiger-the-coronavirus-collapse-is-upon-us/>

Puggioni F. (2020), *Altro che effetto Covid, i giganti Web e Software guadagnano più che mai*, The Next Tech, 15 ottobre, articolo disponibile su: <https://thenexttech.startupitalia.eu/>

Quintavalle E. (2021), *Crisi 2021, chiusura imprese e disoccupazione, il disastro che si può ancora evitare*, il sussidiario, 2 gennaio, articolo disponibile su: <https://www.ilsussidiario.net/>

Ramelli S., Wagner F. (2020), *Feverish stock price reactions to COVID-19*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre, pp. 622-655.

Sabella M. (2020), *BCE: PEPP, che cos'è il nuovo programma di acquisto titoli di Stato e perché riesce ad abbattere lo spread*, Corriere della Sera, 26 marzo, disponibile su: <https://www.corriere.it/economia/finanza/>

Santavecchi G. (2020), *Coronavirus, il nuovo dominio cinese: la produzione delle mascherine antivirus*, corriere della sera, 12 marzo, disponibile su: <https://www.corriere.it/>

Santos J. A. C. (2011), *bank corporate loan pricing following the subprime crisis*, The review of financial studies, vol. 24, n. 6, giugno, p. 1916-1943.

Schivardi F., Sette E., Tabellini G. (2020), *Identifying the real effects of Zombie Lending*, The Review of Corporate Finance Studies, vol. 9, n. 3, novembre, pp. 569- 592.

- Senato della Repubblica (2020), *Emergenza da COVID-19 e misure sanitarie e socioeconomie: i casi di Francia, Germania e Spagna*, dossier n. 183, legislatura 18, disponibile su: <http://www.senato.it/>
- Sorrentino R. (2020), *Coronavirus, ma Bce tiene i tassi fermi ma vara nuove aste di liquidità e 120 miliardi di acquisti di titoli. Lagarde: i governi spendano di più*, Il Sole 24 Ore, 12 marzo, pp. 1-2.
- Thakor A. V. (2015), *the financial crisis of 2007-2009: why did it happen and what did we learn?* the Review of Corporate Finance Studies, vol. 4, n. 2, settembre, pp. 155-205.
- Tokic D. (2020), *Long term consequences of the 2020 coronavirus pandemics: historical global macro context*, Corporate Accounting and Corporate, vol. 31, n.3, luglio, pp. 5-14.
- Troisi W. (2020), *L'indebitamento ai tempi del COVID-19*, articolo in *Analisi dei costi, budgeting e pianificazione aziendale*, Diritto Commerciale, Finanza Comportamentale, 23 novembre, disponibile su: <https://www.waltertroisi.it/lindebitamento-ai-tempi-del-covid-19/>
- Trovati G. (2020), *Gualtieri: " la creazione di debito pubblico Ue è già nei trattati"*, Il Sole 24 Ore, 4 aprile, disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/>
- Vegas G. (2012), *La cura anti-spread? Taglia- debito e crescita. L'analisi sulle determinanti del differenziale sui titoli di Stato*, Il Sole 24 Ore, 04 agosto, p. 6.