

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

## Capitale di Rischio

**This is a pre print version of the following article:**

*Original Citation:*

*Availability:*

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/1891794> since 2023-02-10T15:39:45Z

*Publisher:*

Marsilio

*Terms of use:*

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

## Capitale di Rischio

Giovanna Nicodano

Si conoscono da tempo le virtù del capitale di rischio. Esso aumenta le possibilità di sopravvivenza delle imprese (Campbell et al., 2008), rendendole in grado di assorbire perdite inattese. La quota posseduta da imprenditori e management segnala inoltre la qualità dell'impresa ai finanziatori (Leland e Pyle, 1977), riducendo il costo del debito e proteggendo gli investimenti nelle turbolenze. Il capitale di rischio ha però un costo medio elevato rispetto al debito. Questo deriva sia dalla subordinazione della remunerazione degli azionisti rispetto ai creditori, sia dalla deducibilità degli interessi sul debito dal reddito imponibile (Leland, 2007).

In Italia, la minor probabilità di insolvenza per le imprese meglio capitalizzate è evidente già in epoca antecedente alla pandemia (Orlando e Rodano, 2020). È altresì confermato che maggiore è la leva finanziaria, cioè il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto, maggiore è il taglio che gli investimenti subiscono in situazione di crisi, soprattutto se l'impresa ha piccole dimensioni (Bruno et al., 2018). Dal 2011 al 2019 le imprese italiane hanno ridotto la leva finanziaria di oltre 10 punti percentuali, al 39%, riducendo il divario con i principali paesi europei. Purtroppo, il lockdown ha invertito questo andamento. Si stima che i sostegni governativi abbiano evitato un aumento del 6.15% dei fallimenti per illiquidità delle piccole e medie imprese di 11 paesi europei, tra cui l'Italia, che avrebbero coinvolto il 3.15% dell'occupazione (Gourinchas et al., 2021). I sostegni, spesso nella forma di garanzie a nuovi prestiti, non hanno però potuto scongiurare l'aumento della leva finanziaria media di 1.3 punti percentuali (Banca d'Italia, 2021). Che fare per aiutare il riequilibrio finanziario delle imprese?

La via maestra è sempre quella dell'aumento dell'autofinanziamento, via oggi percorribile per le società che beneficiano degli ingenti fondi del PNRR e non si trovano sovraesposte ai rincari delle materie prime e, indirettamente, alle sanzioni alla Russia. Per le società in sofferenza serve apporto di capitale, sia proprio che di terzi. Aiuta quindi l'adeguamento agli standard internazionali delle regole riguardanti la raccolta di capitale di rischio sui mercati regolamentati. Questo elimina il surplus di adempimenti e connessi oneri, non sostenibili nella competizione globale, in capo alla società che intenda quotarsi o sia già quotata (MEF, 2022). Aiuterebbe altresì il potenziamento dell'ACE che mitiga il vantaggio fiscale accordato al finanziamento con debito permettendo di dedurre dall'imponibile un rendimento nozionale sul capitale proprio (De Vincenzo (2022)). Questo strumento, già usato in Belgio ed Italia, appare efficace nel riequilibrare le strutture finanziarie (Panier et al., 2013; Célérier et al., 2018).

Infine, è noto che molti sistemi europei per la gestione dell'insolvenza in tribunale non sono in grado di proteggere le imprese redditizie con strutture patrimoniali insostenibili, fattispecie tipica dell'economia post-pandemica. Le aziende vengono tenute in un limbo procedurale troppo lungo, che rallenta la restituzione di risorse produttive all'economia anche in presenza di nuovi finanziatori interessati al rilancio dell'attività (Becker e Oehmke, 2022). Occorre quindi ridurre la durata di questi procedimenti, che in Italia varia da circa 5 a 17 anni, completando la strada iniziata con il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Da un lato questo va attuato (De Vincenzo, 2022). D'altro lato, vanno adottati strumenti già ampiamente sperimentati in molti paesi che, consentendo ai creditori di proporre una manovra finanziaria al tribunale e subentrare nella gestione dell'azienda, accelerano l'uscita dalla crisi.

Banca d'Italia, (2021) Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2.

Becker, B., e M. Oehmke, (2022) Preparing for the post-pandemic rise in corporate insolvencies, ESRB ASC Insight, 2.

Bruno, B., D'Onofrio, A., e I. Marino, (2018) Financial Structure and Corporate Investment in Europe: Evidence from the Crisis Years, in *Finance and Investment: The European Case*, a cura di C. Mayer, S. Micossi, M. Onado, M. Pagano, e A. Polo. Oxford: OUP.

Célérier, C., Kick, T. and S. Ongena (2018). Changes in the Cost of Bank Equity and the Supply of Bank, in C.Mayer et Al., a cura di, op.cit.

De Vincenzo, A., (2022), *Testimonianza*, Commissione Finanze della Camera dei Deputati.

Gourinchas, P., Kalemli-Ozcan, S., Penciakova, V. and Sander, (2021) Estimating SME Failures in Real Time: An Application to the COVID-19 Crisis. *Centre for Economic Policy Research* DP15323.

Leland, H.E. (2007), Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance. *The Journal of Finance*, 62: 765-807.

Orlando, T., e G. Rodano, (2020) Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after COVID-19, *Bank of Italy Occasional Paper* 590.

MEF, La competitività dei Mercati Finanziari Italiani a Supporto della Crescita, Libro Verde [https://www.dt.mef.gov.it/it/news/2022/consultazione\\_libro\\_verde.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/news/2022/consultazione_libro_verde.html)

Panier, F., Pérez-González, F. and P.Villanueva, Capital structure and taxes: What happens when you (also) subsidize equity? Unpublished Manuscript, Stanford University, 2013