

Il finanziamento delle imprese nell'emergenza

Nel mese di maggio l'Istat ha effettuato [un'indagine sulla situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria](#), rivolta alle unità con almeno 3 addetti che, nel complesso, rappresentano quasi il 90% del valore aggiunto e circa tre quarti dell'occupazione complessiva. L'integrazione di tali informazioni con quelle contenute nell'indagine multiscopo nell'ambito del Censimento permanente delle imprese (2019) consente di approfondire gli aspetti strategico-operativi posti in essere in conseguenza dell'emergenza da Covid-19. In questa breve nota vengono esposti i punti principali dell'impatto del Covid sulle strategie di finanziamento delle imprese.

L'effetto Covid sulle forme di finanziamento delle imprese

L'impatto delle misure di contenimento dell'epidemia, unite al calo della domanda nazionale ed estera, ha avuto severi effetti sul sistema produttivo¹: tra tutti, la crisi di liquidità indotta dal calo del fatturato, che ha colpito oltre la metà delle imprese (soprattutto quelle coinvolte nel *lockdown* e di dimensione minore), ha indotto strategie di finanziamento in parte diverse rispetto a quelle messe in atto prima dello scoppio della pandemia.

In termini generali, per circa quattro imprese su cinque la crisi ha comportato una modifica delle abituali fonti di finanziamento per fronteggiare la crisi di liquidità, che si è tradotta, da un lato, nell'abbandono dell'attivo come fonte di finanziamento principale, interrompendo almeno nel breve periodo una tendenza in progressivo aumento nell'ultimo decennio in Italia²; dall'altro nel maggiore ricorso al finanziamento esterno: in primis credito bancario e credito commerciale (Figura 1).

La riduzione dell'attivo come fonte di finanziamento nel mutato contesto economico è la conseguenza più marcata. Se prima della pandemia l'autofinanziamento costituiva la fonte di finanziamento più diffusa (ricorrevano al flusso di cassa generato dalla gestione aziendale quasi tre quarti delle imprese), il calo di fatturato e i conseguenti problemi di liquidità ne hanno provocato una drastica riduzione come risorsa in risposta alla crisi (al 29,1% delle imprese). Aumenta quindi il ricorso al finanziamento esterno, in particolare al credito bancario (da 44,2% al 71,4%), credito commerciale (da 16,8% a 40,9%) e a forme più evolute come obbligazioni e finanza innovativa (da 0,1% a 7,1%).

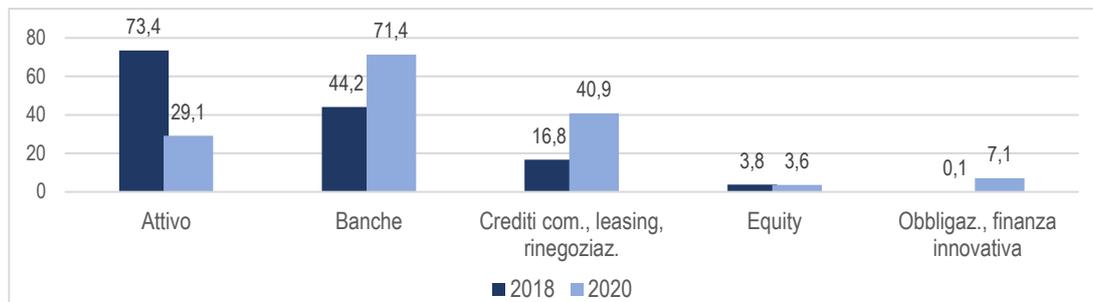
Il massiccio spostamento dall'autofinanziamento al finanziamento esterno è particolarmente pronunciato nelle imprese con 3-9 addetti (-44,7%) e in quelle attive nei servizi. Di conseguenza si tratta di fonti esterne non sofisticate, in primo luogo credito bancario (Figura 2), favorito dalle misure di sostegno al debito (moratoria) e della nuova liquidità (garanzie pubbliche) previste nei DL 18/2020 e 23/2020. Tali misure hanno inciso tuttavia anche nelle scelte delle medie e grandi imprese, che peraltro sono maggiormente esposte delle altre verso il sistema bancario. Anche il ricorso al credito commerciale (abituamente più diffuso nella media e grande impresa) costituisce una opzione di risposta alla crisi da parte delle classi dimensionali più piccole, interessando oltre una impresa su tre specialmente nel settore delle costruzioni. Forme più articolate di finanziamento e alternative al sistema bancario, come obbligazioni e strumenti di finanza innovativa quali il *crowdfunding*, aumentano senza significative distinzioni tra classi dimensionali (se non per il settore delle

¹ Cfr. Report "Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19" e Nota mensile, 7 luglio 2020.

² Cfr. Report Censimento permanente sulle imprese 2019 e Rapporto annuale 2020, cap. 4.

costruzioni, dove invece si riduce per le imprese più grandi) mentre dal punto di vista settoriale interessa maggiormente, sebbene in misura comunque contenuta, i servizi di istruzione (11,2% delle unità) e alloggio e ristorazione (10,4%).

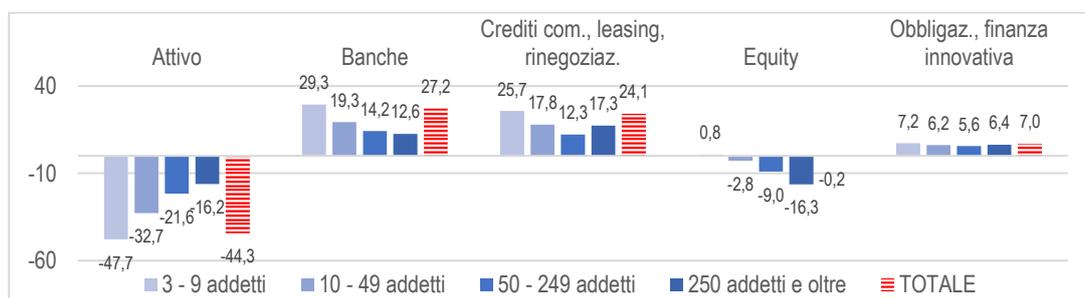
Figura 1 Principali forme di finanziamento abituali e strumenti di risposta alla crisi Covid (Covid: imprese che indicano almeno una fonte di finanziamento; valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat (MPS 2019 e Indagine Covid - Imprese 2020)

Nota: Attivo = autofinanziamento (MPS); attivo in bilancio e smobilizzo attività non liquide (Covid); Banca = credito a breve, medio, lungo termine (MPS); margini disponibili, differimento nei rimborsi e nuovo debito (Covid); Crediti commerciali = crediti commerciali e leasing o factoring (MPS); modifica condizione di pagamento con clienti e fornitori e rinegoziazione dei contratti di locazione (Covid); Equity = equity mezzi propri, IPO, venture capital/private equity (MPS); aumenti di capitale da parte della proprietà e da parte di finanziatori esterni (Covid); Mercati finanziari = project finance, crowdfunding, minibond (MPS); strumenti di finanziamento alternativi al debito bancario: obbligazioni, piattaforme P2P, finanziam. dei soci (Covid).

Figura 2 Differenze percentuali tra forme di finanziamento abituali e strumenti di risposta alla crisi da Covid per tipologia di finanziamento e classe di addetti (punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat (MPS 2019 e Indagine Covid - effetti sulle imprese 2020)

La tendenza al cambiamento delle fonti di finanziamento

Una crisi di liquidità quale quella provocata dall'emergenza sanitaria fa emergere, per ampi segmenti del sistema produttivo, l'esigenza di accedere a fonti di finanziamento diverse dal *cash flow* perché compromesso dal calo di fatturato. La corrispondenza a livello di impresa³ tra forme di finanziamento abituali rilevate prima dell'emergenza sanitaria e la tipologia di finanziamento in risposta alla crisi di liquidità evidenzia che sotto tale profilo la reazione a livello di impresa appare polarizzata. Poco più di un quinto delle imprese con tre addetti e oltre dichiara di non necessitare di nuovi strumenti di finanziamento né di modifiche al tipo di strumenti abituali (un insieme che produce il 29,3% del valore aggiunto totale e impiega il 24,6% dell'occupazione del sistema produttivo). Si tratta di imprese con produttività in media elevata, che

³ L'analisi delle strategie di finanziamento a livello di impresa è stata effettuata mediante tecniche di clustering sui dati del Censimento permanente delle imprese 2019, arrivando a delineare dodici profili di impresa (Rapporto Annuale, Capitolo 4) opportunamente riaggregati per la comparabilità con i dati dell'Indagine "Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19".

non risentono della crisi di liquidità (quattro su cinque) oppure che ritengono il proprio assetto finanziario adeguato a fronteggiarla (una su cinque). Le rimanenti imprese (quasi 800mila), tra le quali circa il 60% dichiara problemi di liquidità, aumentano l'intensità o il ventaglio di fonti di finanziamento in risposta alla necessità di reperire risorse nel nuovo contesto economico.

Emergono tre tendenze di fondo: *a)* l'orientamento al sistema bancario da parte delle imprese che prima della crisi si basavano sul solo autofinanziamento; *b)* l'aumentato ricorso al capitale di terzi non bancario, specialmente da parte delle imprese dei servizi; *c)* l'articolazione del ventaglio di fonti di finanziamento non "s sofisticato" (credito commerciale, *leasing/factoring*) a cui si rivolgono in misura maggiore le imprese con vincoli di liquidità. Qui il sistema bancario, anche in considerazione delle misure di sostegno intraprese dal governo, e il credito commerciale (nello specifico: rinegoziazione dei contratti di locazione, modifica delle condizioni di pagamento verso fornitori e clienti) giocano un ruolo preminente. Questa tendenza conferma da un lato il ruolo centrale del sistema bancario, dall'altro ne determina l'esposizione a possibili trasmissioni dello shock della crisi di liquidità nonostante l'intervento pubblico: in caso di recessione, può implicare possibili tensioni sia sui bilanci delle banche sia sui rapporti banca-impresa.

Le imprese che prima della crisi facevano affidamento sul solo credito bancario (il 14,8% del totale, pari al 10,3% degli addetti e 7,6% del valore aggiunto) e quelle che lo utilizzavano in modo congiunto con l'autofinanziamento e il credito commerciale e *leasing/factoring* (8,6% delle imprese, 10,3% degli addetti e 9,4% del valore aggiunto) mantengono la propria modalità di finanziamento più delle altre, agendo maggiormente sull'intensità piuttosto che sul cambiamento di tipologia.

Tra le imprese che avevano l'autofinanziamento come unica fonte di sostegno finanziario (41,7% del totale, pari al 29,2% degli occupati e al 27,9% del valore aggiunto), meno di un terzo è in grado di continuare ad autofinanziarsi, in gran parte perché ritiene la propria liquidità sufficiente per far fronte alle necessità correnti fino alla fine del 2020: si tratta di imprese che in media hanno una produttività superiore alle altre facenti affidamento solo su questa fonte di finanziamento. Il 55% affianca o sostituisce l'autofinanziamento con il ricorso al sistema bancario. Le imprese attive nel commercio in particolare propendono verso forme miste di banca e credito commerciale mentre alloggio e di ristorazione verso solo finanziamento bancario.

In posizione intermedia le imprese che ricorrevano alla forma congiunta ed esclusiva di credito bancario e autofinanziamento (pari al 18,4% delle imprese, 15,5% degli addetti e 13,5% del valore aggiunto), che aggiungono il credito commerciale (30,4%) oppure eliminano l'autofinanziamento (29,8%).

In generale, le imprese che segnalano vincoli di liquidità reagiscono alla crisi orientandosi al credito bancario e commerciale.

La tensione verso un ventaglio più articolato di fonti di finanziamento è legata anche alla complessità delle strategie perseguite dall'impresa. Sulla base di un indicatore di "dinamismo strategico" recentemente elaborato dall'Istat⁴, si osserva come le imprese meno dinamiche siano anche più "conservatrici" nella ricerca delle fonti di finanziamento in risposta alla crisi, continuando ove possibile ad autofinanziarsi o a conservare (o intensificare) il rapporto con il settore bancario. All'opposto, le imprese più dinamiche presentano il miglior profilo in termini di capacità di risposta alla crisi e contenimento degli effetti negativi⁵, meno delle altre soffrono i rischi operativi e sono quindi maggiormente capaci di generare i flussi di cassa anche nel mutato contesto di mercato. Le imprese con livelli di dinamismo intermedio, che prima della crisi presentavano una struttura finanziaria maggiormente basata su fonti di finanziamento esterne (bancario e commerciale),

⁴ Si tratta di un indicatore che sintetizza l'attività delle imprese in materia di governance societaria, investimenti in R&S, high-tech e capitale umano, innovazione responsabilità sociale, internazionalizzazione. Si veda Istat, *Rapporto annuale 2020*.

⁵ R. Monducci, "Le imprese italiane tra risposta alla crisi e sviluppo sostenibile". Presentazione per *Il settore privato e la sfida dello sviluppo sostenibile: nuove evidenze e nuove politiche* ASVIS-ANSA 30 giugno 2020.

hanno registrato una incidenza maggiore di imprese con vincoli di liquidità: in risposta aumentano il ricorso a forme miste di credito bancario e credito commerciale, specialmente se prima della crisi erano incentrate esclusivamente sull'autofinanziamento che viene in generale sostituito.

Tavola 1 - Percentuali di imprese per fonte di finanziamento abituale e strumento per soddisfare il fabbisogno di liquidità

Strumenti per soddisfare il fabbisogno di liquidità (2020)									
	Solo autofinanziamento (AF)	Solo banche	Banche & AF	Equity mezzi propri con o senza AF	AF e/o banche & cred. comm. leas/fact	Multicanale di base	Multican & Equity IPO,PE, crowdf.	Nessuno	Totale
Fonti di finanziamento abituali									
Solo autofinanziamento (AF)	11,4	18,5	4,5	0,9	21,6	5,1	5,3	32,7	100
Solo banche	3,0	36,9	4,0	0,3	32,5	4,3	4,3	14,6	100
Banche & AF	4,9	29,8	8,1	0,8	30,4	5,7	6,5	13,8	100
Equity mezzi propri con o senza AF	15,3	11,7	6,6	0,4	33,4	5,0	6,4	21,3	100
AF e/o banche & cred. comm. leasing/ factoring	5,1	27,1	6,8	0,5	34,4	4,3	6,2	15,7	100
Multicanale di base	3,6	27,0	7,9	0,2	33,3	5,0	7,7	15,4	100
Multican&Equity IPO,PE, prestiti su titoli, crowdf.	6,6	9,2	2,7	0,2	32,2	7,0	18,8	23,4	100
Totale	7,3	25,2	5,8	0,7	27,9	5,0	5,8	22,3	100

Fonte: elaborazione su dati Istat (MPS 2019 e Indagine Covid - Imprese 2020)

Nota: Multicanale di base: combinazioni multiple di autofinanziamento, credito bancario a breve periodo, credito bancario a medio lungo periodo, credito commerciale, leasing o factoring, prestiti intra-gruppo, Equity (mezzi propri), aiuti pubblici, altro.