



ORIZZONTE 2030

Soluzioni finanziarie e competenze

IL NODO DELLA FINANZA

Fabrizio Guelpa – Intesa Sanpaolo, Direzione Studi e Ricerche

Torino, 3 ottobre 2017

UN CONTESTO INDUSTRIALE CHE RICHIEDE DIFFERENTI MODALITÀ DI FINANZIAMENTO

Il nostro sistema produttivo è storicamente caratterizzato da alcune peculiarità rispetto ai competitor europei. Guardando al lato “reale” delle imprese, le loro dimensioni medie sono nettamente inferiori; le spese in R&S e l’intensità brevettuale altrettanto; la specializzazione produttiva è più orientata verso settori “tradizionali” dove si compete maggiormente con produttori basati in paesi a basso costo del lavoro; il ruolo delle famiglie è rilevante non solo nella proprietà, cosa comune anche altrove, ma anche nelle funzioni manageriali; l’offerta di posti di lavoro è maggiormente concentrata su mansioni che richiedono minori competenze.

Ugualmente peculiare è il lato “finanziario” delle imprese: leva finanziaria più elevata, al 45% in Italia (anno 2014) contro il 41% a livello di Unione economica e monetaria (UEM), ma 35% in Francia e 39% in Germania; peso dell’indebitamento bancario sul totale delle fonti di finanziamento al 28% contro il 17% a livello UEM, 11% in Francia e 19% in Germania; ruolo marginale delle quotazioni in borsa e del *private equity*.

Malgrado queste peculiarità, che per molti versi già in passato erano debolezze, molte nostre imprese sono comunque riuscite a raggiungere risultati eccezionali sul piano delle performance industriali: siamo il quinto paese al mondo per saldo della bilancia commerciale del manifatturiero, con un surplus di 100 miliardi di dollari, dietro a paesi molto più grandi del nostro come Germania, Cina, Giappone (la Corea del Sud ha invece dimensioni prossime alla nostra); l’indice di performance sul commercio estero WTO-UNCTAD ci posiziona inoltre al primo posto al mondo (su 189 paesi) in 3 settori su 14 e al secondo in altri 3, con un recupero importante negli ultimi anni in un settore *mid-tech* come i mezzi di trasporto.

È altrettanto vero comunque che un campanello d’allarme proviene dai tassi di crescita della produzione industriale e del PIL, nonché della produttività dei fattori, sistematicamente inferiori ai *competitor* da almeno 15 anni.

Se però la percezione di una necessità di cambiamento è diffusa sul lato reale (chi può negare ad esempio che oggi occorra innovare di più?) non altrettanto avviene sul lato finanziario. Perché cambiare?

Perché concentrare maggiormente il capitale della famiglia nella propria azienda, o condividere la gestione con un investitore professionale?

Perché affrontare la sfida dei mercati delle obbligazioni anziché affidarsi al tradizionale credito bancario?



L'attenzione viene spesso catturata da ragioni legate all'evoluzione del settore bancario e della sua regolamentazione. Basilea II, che ha formalizzato l'utilizzo dei modelli di rating, ha spinto verso un maggior uso dell'equity: la leva finanziaria delle imprese è infatti uno dei fattori che "morde" di più nei modelli di *credit rating*. Successivamente, con Basilea III, i crescenti *ratios* patrimoniali hanno reso più oneroso per la banca effettuare dei prestiti, rendendo relativamente più favorevoli rispetto al passato per le imprese le condizioni di un *funding* creditizio direttamente sul mercato dei capitali.

Ma vi sono anche potenti ragioni di tipo "industriale" che spingono a ripensare i modelli di finanziamento ed è su queste che vorrei concentrare l'attenzione. La principale è che il contesto competitivo si è fatto molto più rischioso: ci sono innovazioni continue, si aprono nuovi mercati, i concorrenti arrivano anche da altri settori, cadono barriere all'ingresso. A fronte di un maggior rischio industriale occorre una struttura finanziaria molto più solida per coprire situazioni di stress senza incorrere in potenziali *default*. Occorre quindi incrementare il livello di equity e parallelamente ridurre il debito. Il livello di equity "ottimale" è quindi superiore rispetto al passato. Occorre pertanto affrontare una doppia sfida: recuperare i gap storici ed adeguarci al nuovo contesto. Va inoltre ridotto il rischio di non poter accedere alle fonti di finanziamento di debito, rischio che si può materializzare in situazioni di difficoltà dell'impresa, ma anche a livello macroeconomico; servono quindi più obbligazioni e meno credito bancario, più debito a medio-lungo termine e meno a breve.

Si può aggiungere che la necessità di far crescere le dimensioni per poter innovare di più e proiettarsi maggiormente sui mercati esteri spinge verso modelli di crescita esterna (nei dati elaborati da KPMG emergono segnali di una crescente diffusione del fenomeno dell'M&A negli anni post-crisi) che implicano la necessità di avere alle proprie spalle una struttura finanziaria più solida.

STRUTTURA FINANZIARIA ALL'USCITA DALLA CRISI IN MIGLIORAMENTO MA NON A SUFFICIENZA

Negli anni della crisi la struttura finanziaria delle imprese si è modificata in modo accentuato.

Nel 2011 il rapporto tra l'indebitamento finanziario e il totale dei mezzi finanziari (debiti finanziari più mezzi propri a prezzi di mercato) per le imprese non finanziarie era pari al 50%; nel 2016 è sceso al 42%. I mezzi propri – che costituiscono il complemento a 100 - sono quindi saliti dal 50% al 58%.

Ci sono poi state modifiche anche nella composizione dell'indebitamento, in direzione di un maggior ricorso al mercato. Il peso delle obbligazioni sull'indebitamento finanziario è salito dal 7% del 2011 all'11% del 2016, sostanzialmente allineato a quello degli altri grandi paesi europei.

Le imprese sembrano pertanto oggi più solide sul piano finanziario.

Come sottolineato di recente dalla Banca d'Italia, tuttavia, una parte rilevante del miglioramento è da attribuire all'uscita dal mercato delle imprese più deboli (che "zavorravano" i dati complessivi) e non al rafforzamento delle "sopravvissute". L'effetto "demografico" è dominante per le PMI, mentre è invece marginale per le "grandi" (imprese con più di 50 milioni di euro di fatturato).



Le grandi sopravvissute si sono quindi effettivamente rafforzate e in particolare hanno approfittato degli incentivi dell'ACE (Aiuto alla Crescita Economica) per incrementare il patrimonio e ridurre la leva finanziaria.

Le PMI rimaste sul mercato invece hanno avuto miglioramenti limitati, sfruttando solo in parte gli incentivi dell'ACE e allo stato attuale pertanto presentano ancora un indebitamento nettamente superiore alle grandi, concentrato soprattutto sull'indebitamento bancario.

In sintesi, il sistema è più solido nel suo complesso, perché vi sono state numerose uscite. Se si guarda tuttavia alle imprese che sono state capaci di passare indenni gli anni di crisi, la loro solidità finanziaria è migliorata solo in parte. La strada da percorrere è quindi ancora molta e le PMI sono sicuramente il soggetto sul quale concentrare l'attenzione.

IL FABBISOGNO DI EQUITY RIMANE IL TEMA CHIAVE E UNA RISPOSTA SI PUO' TROVARE NEL MERCATO

Il tema chiave è l'equity, certamente non nuovo per il nostro paese (di una carenza di capitale si parlava già nel 1800), ma oggi ancora più cruciale. La Banca d'Italia ha stimato che per far convergere la leva finanziaria italiana sulla media europea servirebbero 200 miliardi di mezzi propri e una corrispondente riduzione dell'indebitamento.

Le soluzioni possono essere numerose, dall'apporto di capitali attraverso la partecipazione di fondi di private equity, allo sbocco sui mercati azionari, all'utilizzo di strumenti ibridi (il cosiddetto mezzanino). Ma anche gli imprenditori devono contribuire, così come i privati risparmiatori.

La ricchezza da investire non manca. La ricchezza totale delle famiglie italiane è valutata nei conti finanziari in oltre 9.600 miliardi di euro, rappresentati per oltre il 50% da abitazioni. La ricchezza finanziaria netta (cioè al netto dell'indebitamento delle famiglie), supera i 3.000 miliardi (4.000 miliardi se si considera la ricchezza finanziaria lorda), pari al 273% del reddito disponibile (contro il 244% della Francia, il 206% della Germania e il 158% della Spagna).

Il 20% della ricchezza finanziaria è investita direttamente in azioni e partecipazioni, ma solo 51 miliardi di euro (1,3%), su un totale di 4000 miliardi, sono investiti in «azioni quotate»; 762 miliardi sono «altre azioni», prevalentemente delle aziende della propria famiglia. Una larga quota dell'investimento azionario dei fondi comuni è su mercati azionari esteri.

Nel 2016 il ricorso al mercato azionario è stato marginale: le nuove quotazioni (10) sono state la metà di quelle (già poche) dell'anno precedente.

Al contrario si sono avuti buoni risultati sul fronte del private equity e venture capital, anche se la distanza da colmare rispetto agli altri paesi europei rimane grande. Secondo l'Aifi, le società del settore hanno effettuato 322 operazioni per un ammontare di 8,2 miliardi, oltre il doppio della media del precedente quinquennio; gli investimenti hanno riguardato soprattutto transazioni di *leveraged buy-out* di importo elevato. Sono aumentate anche le risorse destinate alle nuove imprese con elevate prospettive di crescita (*early stage*): i volumi (104 milioni) restano tuttavia esigui nel confronto internazionale.

Il 2017 potrebbe essere però un anno di svolta, innescata dal clamoroso successo dei PIR. L'ingente domanda di titoli di PMI potrebbe spingere verso un'apertura al mercato di un numero crescente di imprese. Tra gennaio e agosto vi sono già state 18 quotazioni.



DEBITO ANCORA DA DIVERSIFICARE

Anche sul fronte del debito vi potrebbero essere dei miglioramenti, in direzione innanzitutto di una maggiore diversificazione delle fonti. Vi è certamente ulteriore spazio per lo sviluppo dei corporate bond.

Secondo le stime della Banca d'Italia, nel 2016 le società italiane, incluse le controllate estere, hanno emesso obbligazioni al lordo dei rimborsi per 30 miliardi (31 nel 2015). Il costo medio dei titoli in circolazione (4,0 per cento) si è ridotto di oltre 20 punti base, beneficiando degli effetti degli acquisti di titoli di imprese da parte della BCE.

Le condizioni favorevoli di accesso ai mercati hanno determinato un aumento del numero di aziende emittenti, in particolare di quelle che hanno collocato titoli per la prima volta (rispettivamente 163 e 95 a fronte di 134 e 77 nel 2015). Le emissioni di minibond sul mercato ExtraMOT PRO (dedicato alla quotazione di obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond) da parte delle imprese non quotate sono state pari a 2,4 miliardi, un ammontare superiore ai collocamenti cumulati del biennio precedente. Nella prima metà del 2017, tale ritmo di crescita si è confermato.

Qualche opportunità per le imprese la potrebbe dare anche il crowdfunding, anche se è inevitabile che i volumi rimangano limitati. Secondo l'Osservatorio Crowdfunding del Politecnico di Milano, le risorse di *debt* crowdfunding raccolte fino a metà 2017 attraverso i portali ammontavano a 88,3 milioni di euro (di cui 15,0 milioni erogati a imprese). Non molto differenti sono i volumi per l'*equity* crowdfunding, 12,4 milioni.

Da ultimo è da considerare che il sistema italiano è caratterizzato da uno strutturale maggior fabbisogno di credito bancario a breve termine per via dei lunghi tempi di pagamento delle fatture. La convergenza su standard europei (per ora ancora lenta), anche in seguito alla direttiva sui tempi di pagamento, dovrebbe portare ad un attenuarsi di questa peculiarità.

QUALI ULTERIORI MISURE

Per modificare la struttura finanziaria delle imprese in direzione di un maggior ruolo dell'*equity* e del mercato, in Italia si è operato soprattutto su due piani, quello della fiscalità d'impresa e quello della struttura dei mercati.

Sul piano della fiscalità: sono stati innanzitutto rimossi alcuni incentivi all'indebitamento, si è infatti ridotta la detraibilità degli oneri finanziari; si è reso inoltre più conveniente finanziare con *equity* i propri investimenti, attraverso il meccanismo dell'ACE; è stata ridotta la tassazione sugli utili, in una prima fase togliendo il costo del lavoro dalla base imponibile IRAP e successivamente abbattendo l'aliquota IRES; sono stati poi eliminati alcuni ostacoli alle emissioni obbligazionarie per le società non quotate.

Sul piano della struttura del mercato finanziario: sono stati costituiti mercati dedicati ai titoli sia azionari che obbligazionari emessi da PMI; è stata estesa a soggetti non bancari (come le assicurazioni) la facoltà di erogare credito alle imprese; si è operato infine sul lato degli investitori, con incentivi fiscali per venture capitalist, business angel e investitori in mini-bond.



Queste misure, introdotte in un arco temporale relativamente ridotto, stanno già portando a risultati apprezzabili. Qualche ulteriore passo potrebbe però accelerare il processo. Il dibattito al riguardo è molto vivo e sono state esaminate più ipotesi.

Potrebbe aiutare una semplificazione delle modalità di accesso alla quotazione sui mercati azionari e in primo luogo all'AIM, snellendo le procedure di approvazione dei prospetti.

Potrebbe essere utile poi una riduzione dei costi e degli oneri amministrativi delle quotazioni. L'accesso al mercato dei capitali e la quotazione potrebbe essere favorito da una detraibilità immediata del costo dell'IPO (attualmente distribuita su 5 anni), così come da un credito d'imposta per costi di IPO e di listing, come infine una semplificazione delle attività di reporting (bilanci trimestrali ad esempio forse non strettamente necessari per una quotazione su mercati dedicati alle PMI).

A prescindere dalla quotazione, potrebbero essere immaginati anche interventi di agevolazione fiscale per l'apporto di capitale di rischio nelle imprese da parte di persone fisiche (o, eventualmente, anche persone giuridiche), ad esempio estendendo il principio della detraibilità fiscale di tali investimenti attualmente vigente per le startup e le PMI innovative (l'aliquota della detrazione è del 19% per le persone fisiche, con un tetto di 500 mila euro all'anno).

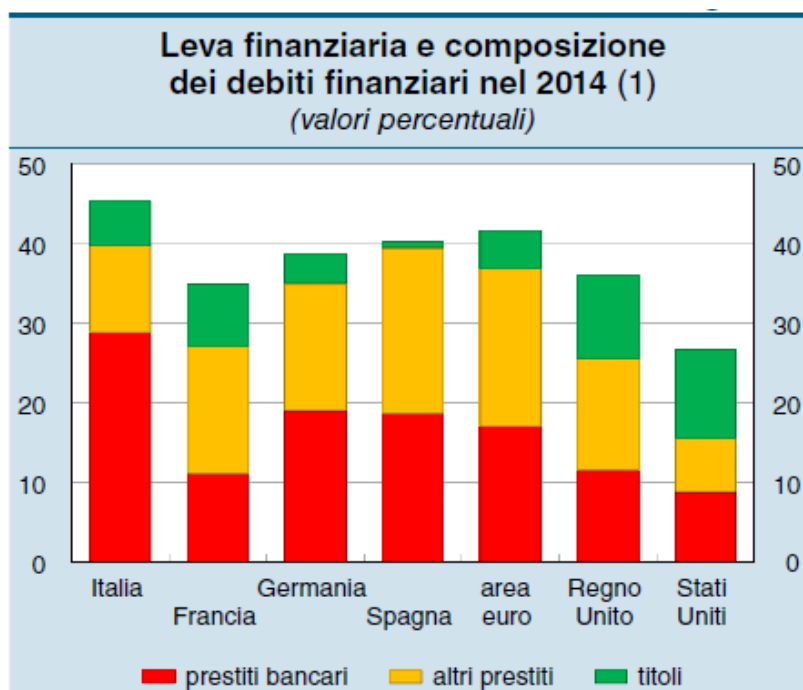
Anche il ruolo del private equity potrebbe essere rafforzato, e nel dibattito sono emerse ipotesi di incentivi fiscali qualora questi fondi portino su un mercato regolamentato le aziende acquisite entro un certo arco temporale (ad esempio 5 anni dall'acquisto).

CONCLUSIONI

La crisi finanziaria e dei titoli sovrani ha lasciato una pesante eredità, in termini di PIL perduto, di capitale immobilizzato che si è deteriorato (nel 2017 il flusso annuale degli investimenti è ancora di un quarto inferiore a quello del 2008 e l'età media degli impianti è salita da una media storica di circa 10 anni a 13), di disoccupazione, soprattutto giovanile (attualmente prossima al 35% ma che era al 22% , comunque già elevata, nel 2008). Occorre recuperare al più presto.

Numerose azioni da intraprendere riguardano aspetti "industriali", ma un'adeguata struttura finanziaria è una precondizione alle strategie industriali che non può essere sottovalutata. I dati più recenti mostrano un trend favorevole, spinto anche da una accelerazione della congiuntura. Le quotazioni in borsa di PMI stanno crescendo, l'interesse per i mini-bond rimane vivo. Soprattutto l'introduzione dei PIR ha dato una scossa al mercato, portando a una forte domanda di titoli. È una occasione da non perdere, e qualche integrazione al contesto normativo e organizzativo dei mercati potrebbe aiutare.

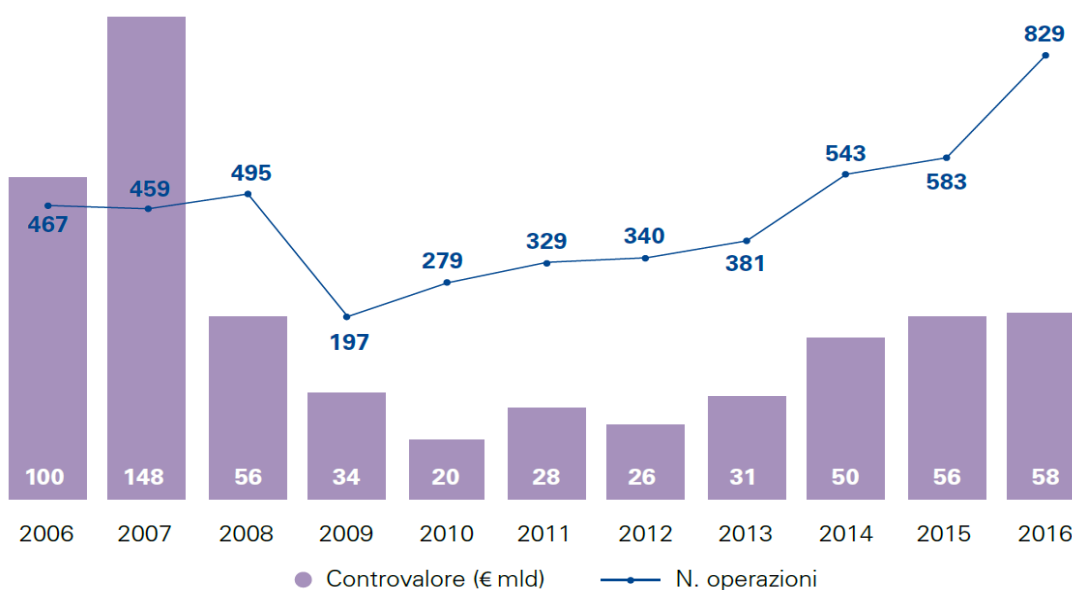




Fonte: Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve System - Board of Governors. Per la definizione delle modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato a prezzi di mercato.

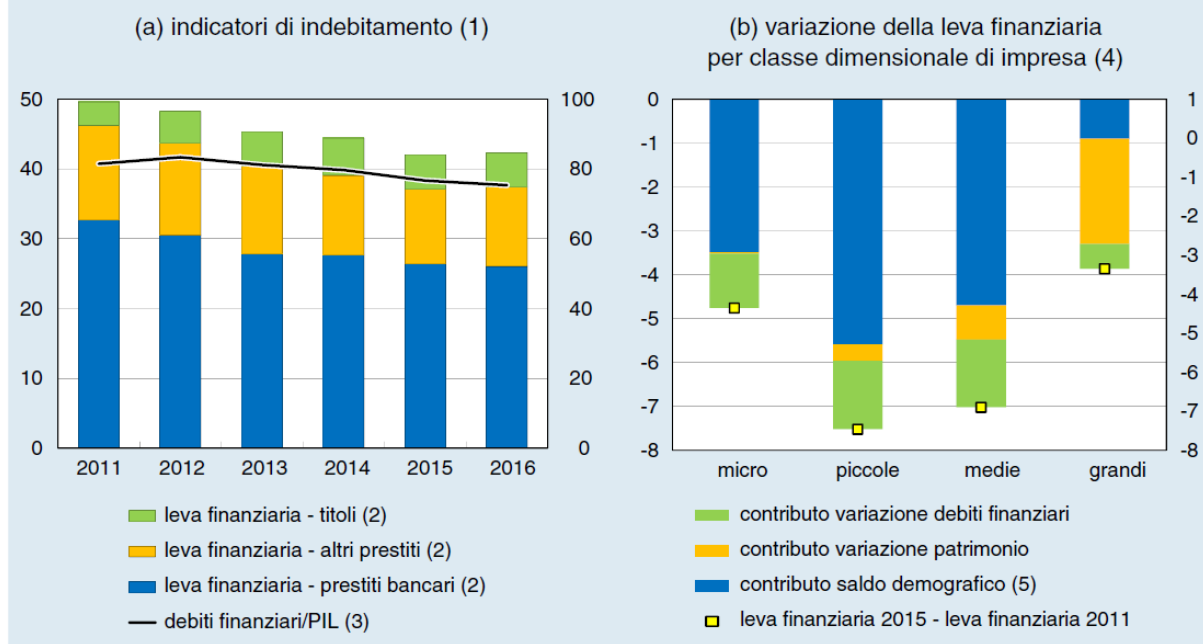
Mercato italiano M&A 2006-2016: controvalore e numero operazioni completate



Fonte: KPMG Corporate Finance

Indebitamento delle imprese

(valori percentuali)



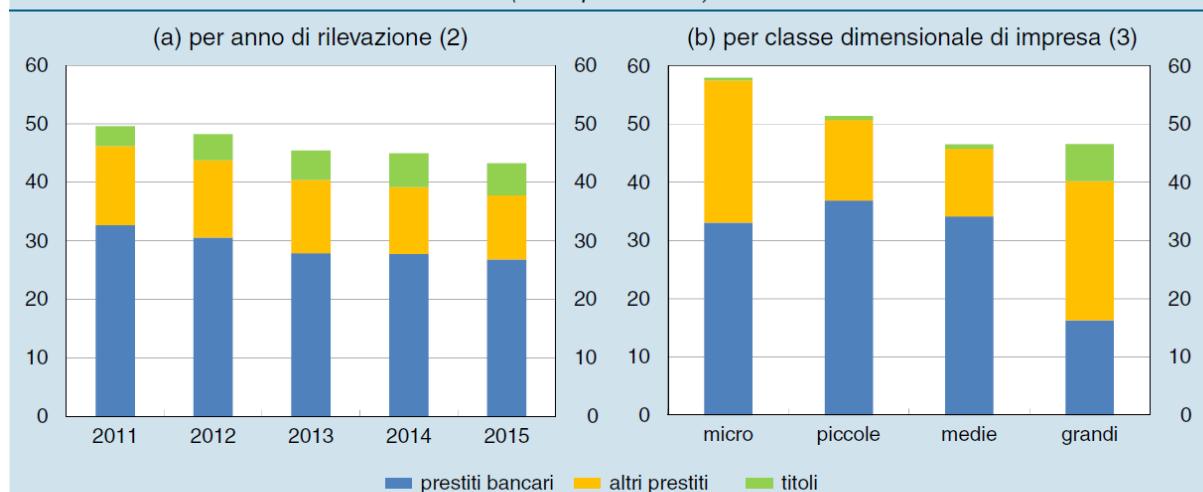
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari, Istat e Cerved.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Attività e passività finanziarie dell'Italia*. – (2) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato ai prezzi di mercato. – (3) Scala di destra. – (4) Elaborazioni sui bilanci delle società presenti negli archivi Cerved negli anni 2011-15. La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, valutato al valore di bilancio. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Imprese: leva finanziaria per classe dimensionale*. – (5) Contributo netto di imprese entrate e uscite dal mercato nel periodo considerato.

7

Leva finanziaria e composizione dei debiti finanziari (1)

(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari, e Cerved. Per la definizione delle modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. (1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto. – (2) Elaborazioni sui conti finanziari; dati a valori di mercato. – (3) Elaborazioni su bilanci Cerved relativi all'anno 2014 per un campione di circa 700.000 imprese; dati a valori contabili.