

# Lettera

## Club The European House - Ambrosetti

La presente Lettera rientra nelle attività di Ambrosetti Club.

Tuttavia i suoi contenuti possono non coincidere con le opinioni di tutti i numerosi membri del Club stesso.

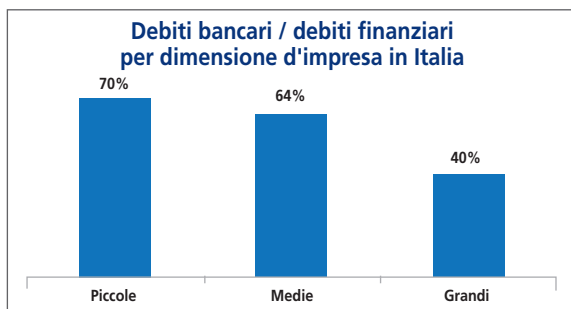
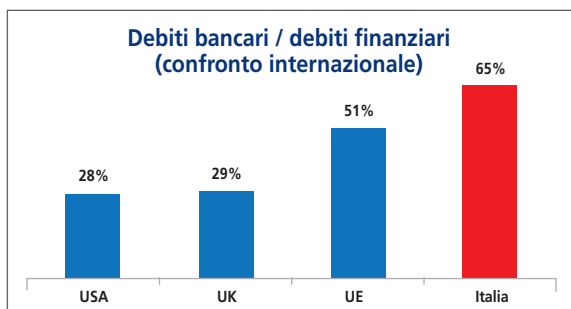
## Finanza per la Crescita: modernizzare la finanza d'impresa per la competitività

### ASPETTI INTRODUTTIVI

Nel corso del 2014 il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e il Ministero per lo Sviluppo Economico (MiSE) hanno avviato la missione "Finanza per la Crescita", a cui ha partecipato anche la Banca d'Italia, al fine di **potenziare gli strumenti di accesso al finanziamento delle imprese, soprattutto piccole e medie**, e superare così le difficoltà che ostacolano il rilancio degli investimenti. In un contesto di **investimenti pubblici calante**, il *focus* dei Governi per la crescita economica è il **rilancio degli investimenti privati**.

Ma quali sono stati i **criteri ispiratori** che hanno guidato il Governo per raggiungere questo obiettivo?

Una delle principali aree di debolezza del tessuto imprenditoriale del nostro Paese è la **forte dipendenza dal sistema bancario**. È sufficiente pensare che oltre il **65%** dei debiti finanziari in Italia è erogato da istituti bancari, contro il **51%** della media europea, il **29%** del Regno Unito e il **28%** degli Stati Uniti<sup>1</sup>. Questa dipendenza è particolarmente evidente per le PMI. Inoltre, le imprese italiane sono, nel confronto europeo, **sottocapitalizzate**.



<sup>1</sup> Fonte: "Struttura finanziaria delle imprese e rapporti con le banche", Banca d'Italia, 2012.

La dipendenza dalle banche ed il periodo non facile per queste ultime (**sofferenze** ai massimi, per più di **180 miliardi di €<sup>2</sup>**, **rendimenti del capitale non adeguati**, **inasprimento della normativa** di riferimento) amplificano la debolezza del sistema impresa in Italia.

### IL PRIMO CRITERIO ISPIRATORE DEL GOVERNO: AUMENTARE L'OFFERTA DI FINANZA

Alla luce di quanto precitato, il primo criterio ispiratore del Governo è stato quello di **aumentare l'offerta di finanza, cercando di ridurre il bancocentrismo** tipico del sistema imprenditoriale italiano:

- Introducendo **nuovi attori e strumenti** complementari rispetto al settore bancario
- Definendo **misure di incentivo per la patrimonializzazione** delle imprese.

Questi interventi hanno **natura sistemica** e mirano a modernizzare la finanza a sostegno della crescita delle imprese. Per ciò che concerne l'offerta di finanza, le principali misure introdotte sono state:

- **Mini Bond**: questo strumento permette, anche alle società non quotate, di **emettere titoli di debito** (obbligazioni) consentendo alcune **agevolazioni di natura fiscale**
- **Maggiore finanza dall'estero**: sono state previste alcune agevolazioni fiscali (eliminazione della ritenuta d'acconto) per **facilitare il flusso di investimenti esteri a medio-lungo termine** non bancari
- **Nuovi attori del credito**: si consente anche ad **altri operatori non bancari** (assicurazioni, società di cartolarizzazione, fondi di credito) di **erogare direttamente** risorse finanziarie alle imprese
- **Maggiore patrimonializzazione delle imprese (Aiuto alla Crescita Economica - ACE)**: le nuove norme prevedono la **deduzione dall'imponibile di un rendimento figurativo** sugli apporti di capitale
- **Quotazione in Borsa**: le nuove misure prevedono la **deduzione "rafforzata" dall'imponibile** di un rendimento figurativo sugli apporti di capitale (Super ACE) e alcune **novità in termini di governance** (voto multiplo) e **semplificazioni**.

<sup>2</sup> Fonte: Banca d'Italia.

Nell'attuale grave congiuntura economica, aumentare l'offerta di finanza per le imprese può non bastare.

## IL SECONDO CRITERIO ISPIRATORE: AUMENTARE LA DOMANDA DI INVESTIMENTI

La seconda grande area di intervento del Governo ha riguardato lo **stimolo della domanda di investimenti**. In particolare:

- **Facilitazioni per gli investimenti materiali:** la "Nuova Sabatini" ha reso **più vantaggioso l'accesso al finanziamento di investimenti** in macchinari e beni strumentali nuovi; inoltre, si prevede un **credito d'imposta pari al 15% sugli investimenti incrementali** effettuati nell'anno rispetto alla media dei 5 anni precedenti
- **Facilitazioni fiscali per gli investimenti in Ricerca & Sviluppo (R&S):** si riconosce un **credito d'imposta del 25% sugli investimenti incrementali in Ricerca & Sviluppo** (il credito arriva al 50% se gli investimenti in R&S sono stati contratti con università, centri di ricerca, ecc.)
- **Licenze e Brevetti:** sono previste **agevolazioni fiscali sui ricavi derivanti da licenze e brevetti**, con un'estensione prevista per i marchi.

## ALCUNE VALUTAZIONI E PROPOSTE

Questi interventi vanno nella giusta direzione: **finanza più moderna e stimolo agli investimenti**. Se la valutazione riguardo ai contenuti dei provvedimenti è positiva, **lo stesso non si può dire sul loro livello di conoscenza e attuazione**.

Ambrosetti Club ha realizzato un'indagine per fornire un quadro complessivo sullo stato dell'implementazione dei nuovi strumenti per la nuova finanza d'impresa introdotti dal Governo negli ultimi anni. I risultati del questionario evidenziano come la valutazione circa gli strumenti dell'attuale impianto normativo sia positiva, mentre la **conoscenza di queste misure sia sostanzialmente limitata alle imprese finanziarie (banche)**.

Da queste evidenze scaturisce una prima riflessione: il Governo ed i Ministeri sono chiamati ad una **comunicazione più efficace e pervasiva** nei confronti degli utilizzatori/promotori di questi provvedimenti.

Anche sui contenuti, il Club ha provato a formulare alcune **riflessioni** tese a **migliorare** l'attuale **impianto normativo**. In particolare:

- **Fisco agevolato per investimenti di medio-lungo termine:** si propone di applicare un **regime fiscale assimilabile a quello dei Titoli di Stato** (rendimenti tassati al 12,5%) per i finanziamenti **incrementali di medio-lungo termine**, ossia con una durata superiore ai 36 mesi
- **Estensione del perimetro di applicazione della defiscalizzazione per investimenti a medio-lungo termine esteri:** tenuto conto del fatto che molta della liquidità disponibile è concentrata in Paesi al di fuori dell'UE, si propone di **allargare il perimetro dell'intervento anche ai Paesi**

**della White List**, almeno per ciò che concerne gli investitori non regolamentati

- **Normativa assicurativa "PMI friendly" e fondi tricolore garantiti:** la proposta va nella direzione di richiedere, per i finanziamenti delle assicurazioni diretti o in fondi di debito, una **normativa più incentivante** in modo da rendere più efficace l'ingresso del nuovo attore assicurativo. In particolare, il **requisito di capitale dovrebbe essere ridotto** in modo da rendere più conveniente il finanziamento delle PMI italiane: *Solvency II*, il nuovo quadro regolamentare sugli assorbimenti di capitale, potrebbe essere un forte ostacolo alla canalizzazione dei risparmi privati verso investimenti nelle PMI<sup>3</sup>. In una prima fase, la richiesta di ammorbidimento normativo potrebbe essere accompagnata da una **garanzia del Fondo Centrale** in modo da avviare questo nuovo canale in modo più spedito
- **Rafforzamento dell'ACE:** si propone di **raddoppiare l'attuale rendimento figurativo portandolo al 9%** (tale valore è pari al 4,5% per l'anno 2015) sugli apporti di capitale (deducibile) al fine di allinearli alle condizioni di mercato
- **Potenziamento della "Nuova Sabatini"**
- **Incentivo agli investimenti:** si propone di **reintrodurre la norma** tale per cui ogni impresa godeva di un **credito d'imposta fino a 200 mila € in 3 anni** a fronte della realizzazione di investimenti al servizio dell'internazionalizzazione e in beni strumentali.

Oltre a formulare suggerimenti tesi a migliorare l'attuale impianto normativo, il Club ha l'ambizione di definire **proposte** che possano porre le basi per un'**accelerazione della crescita**, rafforzando l'efficacia delle norme esistenti oppure intervenendo su ambiti differenti. Il momento sembra davvero favorevole:

- Cambio Euro/Dollaro ai **minimi**
- Prezzo del petrolio **basso**
- **Bassi tassi** di interesse.

Per massimizzare la canalizzazione del risparmio privato verso le imprese è fondamentale un cambio di passo coraggioso. La **defiscalizzazione completa per gli investimenti incrementali di medio-lungo termine realizzati da enti italiani** sarebbe una misura coerente e complementare con quella che il Governo ha già realizzato per rafforzare gli investimenti esteri.

<sup>3</sup> Nel marzo 2013 la Commissione Europea, nel "Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea", ha individuato una serie di interventi per promuovere i finanziamenti a lungo termine alternativi al credito bancario, favorendo il ruolo delle assicurazioni e dei fondi pensione. La stessa Commissione Europea aveva anche evidenziato i fattori che avrebbero potuto frenare il ruolo degli investitori istituzionali nella canalizzazione a medio-lungo termine dei risparmi, tra cui, per le assicurazioni, il nuovo quadro regolamentare sugli assorbimenti di capitale introdotto da *Solvency II*, evidenziando la necessità di introdurre un quadro regolamentare incentivante per tale tipologia di investimento.

## FILO LOGICO

Sostanziale assenza di investimenti pubblici

Il rilancio dell'economia passa per l'accelerazione degli investimenti privati

### LA RISPOSTA DEI GOVERNI

Superare il **banco-centrismo** tipico del sistema imprenditoriale italiano

#### OFFERTA DI FINANZA

- Mini Bond
- Maggiore finanza dall'estero
- Nuovi attori del credito
- Favorire patrimonializzazione
- Favorire la quotazione

Stimolare la **domanda di investimenti**

#### DOMANDA DI FINANZA

- Facilitazioni per gli investimenti materiali
- Facilitazioni per gli investimenti in R&S
- Fisco agevolato per proventi da licenze e brevetti

Il periodo sembra favorevole per essere più coraggiosi:  
cambio €/ \$ ai minimi,  
prezzo del petrolio basso, tassi bassi

PROPOSTE MIGLIORATIVE dell'attuale assetto normativo

PROPOSTE PER ACCELERARE la crescita

#### OFFERTA DI FINANZA

- Fisco agevolato per investimenti di medio-lungo termine
- Estensione perimetro Paesi esteri con beneficio fiscale
- Norme assicurative "PMI friendly"
- Rafforzare l'ACE

#### DOMANDA DI FINANZA

- Potenziamento della "Nuova Sabatini"
- Ulteriori incentivi ad investimenti strumentali (credito d'imposta di 200 k €)

#### OFFERTA DI FINANZA

- Defiscalizzazione per investimenti incrementali di medio-lungo termine

#### DOMANDA DI FINANZA

- Credito d'imposta al 100% per gli investimenti incrementali in R&S
- Incentivo all'aggregazione:
  - Credito d'imposta al 50%
  - Dimezzamento del periodo di ammortamento dell'avviamento

### IMPATTI DELLE PROPOSTE

#### NUOVA FINANZA

- Nuova finanza da 39,2 a 75,9 mld €

#### ECONOMIA REALE

- Fatturato incrementale da 98,1 a 189,7 mld €
- Nuovi occupati da 267 a 517 mila
- Impatto su PIL da 1,4% a 2,7%

#### GETTITO FISCALE

- Le proposte sono equilibrate anche in termini del saldo maggiori/minori entrate fiscali

Inoltre, si propone di rafforzare la normativa esistente sul credito d'imposta per gli investimenti incrementali in R&S **prevedendo la loro totale defiscalizzazione**.

La normativa attuale **non prevede misure che incentivino l'aggregazione di imprese**. La ridotta dimensione delle imprese italiane è una criticità che da tempo si cerca di limitare. **Imprese piccole hanno debolezze strutturali** che difficilmente consentono loro di avere un livello competitivo sufficiente per concorrere nel mercato. **La crescita dimensionale rappresenta quindi uno dei principali obiettivi** che il nostro Sistema Paese dovrebbe porsi.

Un primo intervento per favorire la crescita dimensionale è l'attribuzione di un **credito di imposta del 50%**, per un **orizzonte temporale biennale**, per le aziende che realizzano operazioni di M&A la cui dimensione sia almeno pari al **10% degli attivi del bilancio precedente** la realizzazione dell'operazione. Inoltre, al fine di garantire la crescita delle società di minori dimensioni, questo provvedimento dovrebbe essere rivolto alle operazioni in cui la società fruitrice dell'aggregazione abbia un fatturato compreso **tra 10 e 100 milioni €**. La proposta prevede l'applicazione del vantaggio fiscale solo per società aggreganti italiane (o per quelle società italiane che, in caso di fusioni, mantengano almeno il 51% del capitale). La proposta dovrebbe essere applicata solo se le società rimarranno **aggregate almeno per 5 anni** e dovrebbe riguardare le operazioni realizzate **entro un determinato periodo** (ad esempio, l'anno 2016). A seguito del monitoraggio dell'efficacia la norma potrebbe essere replicata negli anni.

Un secondo intervento per favorire la crescita dimensionale fa riferimento al **dimezzamento dell'arco temporale** (da 18 a 9 anni) **dell'ammortamento fiscale sugli avviamenti**, mantenendo le limitazioni dimensionali della proposta precedente. Questa proposta è coerente rispetto all'orizzonte temporale di ammortamento dell'avviamento previsto in alcuni Paesi europei: in media l'orizzonte temporale è 10 anni<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Fonte: "Global guide to M&A tax", Taxand, 2013. Ad esempio: Austria 15 anni, Belgio 20 anni, Finlandia 10 anni, Germania 15 anni, Grecia 10 anni, Lussemburgo 10 anni, Olanda 10 anni, Norvegia 5 anni, Svezia 5 anni, Svizzera 5 anni.

Queste misure fanno leva su agevolazioni di natura fiscale che possono aiutare un processo la cui **determinante fondamentale è da ricercarsi nella bontà di un progetto industriale**, a cui si aggiunge un **cambiamento culturale** da parte degli imprenditori italiani.

## I POSSIBILI IMPATTI DELLE PROPOSTE

È stata realizzata una simulazione tesa a valutare quale potrebbe essere l'apporto di nuova finanza legato alle proposte contenute nella ricerca realizzata da Ambrosetti Club: gli interventi descritti potrebbero generare **nuova finanza per un importo compreso tra 39,2 e 75,9 miliardi €**.

Quale impatto sull'economia reale? La realizzazione di investimenti finanziati da questi nuovi apporti consentirebbe:

- Un maggiore fatturato compreso tra **98,1 e 189,7 miliardi €**
- Maggiori occupati compresi tra **267 e 517 mila**
- Maggiore valore aggiunto compreso tra **21,6 e 41,7 miliardi €** (rispettivamente pari all'1,4 e 2,7% della stima preliminare del PIL 2014).

Le misure proposte, prevedendo anche azioni sulla componente fiscale, hanno sicuramente un impatto in termini di minor gettito (a regime), ma presentano anche indubbi benefici per i conti dello Stato legati alla crescita economica indotta dagli investimenti.

Il saldo netto (benefici fiscali - perdite fiscali) è comunque **sostanzialmente neutro nello scenario minimo e positivo in quello massimo**, con un ammontare che varia tra **-0,29 e 2,08 miliardi €**.

Crediamo che il momento attuale sia davvero unico per mettere in campo azioni *shock* che possano modernizzare la finanza d'impresa in Italia e aumentare la competitività delle nostre aziende: sarebbe un peccato non approfittarne.

*"Carpe diem"*

(Orazio)

La prossima Lettera Club tratterà il tema

*"Come generare valore per le banche e per il Sistema Italia attraverso l'innovazione digitale"*

La Lettera Club The European House - Ambrosetti si avvale di diagnosi, di ipotesi e di terapie che si originano nell'ambito delle attività del Club e, più in generale, nelle attività professionali del Gruppo The European House - Ambrosetti. Siamo consapevoli di disporre di un osservatorio di informazioni e di una rete di relazioni, anche internazionali, particolarmente privilegiati ma allo stesso tempo sappiamo di non essere "depositari del verbo". Al fine di essere utili al nostro Paese e all'Europa, obiettivo verso il quale ci sentiamo molto impegnati, auspichiamo vivamente che ai contenuti di ogni Lettera faccia seguito una grande quantità di suggerimenti critici, sia sostanziali che formali, da parte dei destinatari. Si prega di indirizzare i suggerimenti a [letteraclub@ambrosetti.eu](mailto:letteraclub@ambrosetti.eu). Ringraziamo in anticipo per la preziosissima collaborazione.

Chiunque fosse interessato alle attività di Ambrosetti Club è pregato di contattare Silvia Lovati all'indirizzo e-mail [club@ambrosetti.eu](mailto:club@ambrosetti.eu) o al seguente numero di telefono +39 02 46753 1.

ANNO IX  
NUMERO 65  
Lettera Club  
The European House  
Ambrosetti, 2015  
Tutti i diritti sono riservati.  
DIRETTORE  
RESPONSABILE:  
Nino Ciravegna  
Stampa: TFM - Via San Pio da Pietralcina, 15/17 - 20010 Pogliano Milanese

REDAZIONE:  
The European House  
Ambrosetti S.p.A.  
Via F. Albani, 21  
20149 Milano  
Tel. +39 02 46753 1  
Fax +39 02 46753 333  
Per informazioni:  
[letteraclub@ambrosetti.eu](mailto:letteraclub@ambrosetti.eu)  
Registrazione presso il Tribunale di Milano  
N° 493 del 20.07.06

 The European House  
Ambrosetti