

# 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.

## Rafforzare le imprese italiane e attirare nuova finanza

### IL PUNTO DI PARTENZA

Questa Lettera vuole approfondire le cause di ciò che viene spesso impropriamente definito “*credit crunch*” (cioè, stretta del credito): il problema non è l’indisponibilità delle banche ad erogare nuovo credito a favore delle imprese, quanto il fatto che, nel tempo, le aziende manifatturiere abbiano visto deteriorarsi il loro merito di credito, rendendo per le banche impossibile, stante l’attuale regolamentazione, prestare loro risorse.

Peraltro questa prospettiva è coerente con le evidenze riportate dalla BCE<sup>1</sup> secondo cui sono aumentati contemporaneamente:

- il numero di Piccole e Medie Imprese italiane che non richiede finanziamenti bancari, sapendo che verrebbero rifiutati
- il numero di imprese che ha ridotto la domanda di finanziamenti bancari, prevalentemente per il minore fabbisogno di circolante e per una riduzione degli investimenti.

Per indagare il fenomeno sono stati analizzati i bilanci degli ultimi 9 anni (2004-2012) delle imprese manifatturiere italiane con un fatturato superiore a 10 milioni di Euro, ripartendole in classi di multiplo “*Invested Capital*<sup>2</sup>/*Ebitda*<sup>3</sup>” (IC/Ebitda). Le classi di imprese sono quattro:

1. imprese con multiplo IC/Ebitda superiore a 5
2. imprese con multiplo IC/Ebitda compreso fra 3 e 5
3. imprese con multiplo IC/Ebitda inferiore a 3
4. imprese con multiplo IC/Ebitda non significativo per via di un Ebitda negativo.

La scomposizione delle imprese per classi di Capitale Investito rispetto all’Ebitda risponde all’esigenza di separare le imprese che hanno mantenuto sotto controllo il Capitale Investito, proporzionandolo alla capacità di generare flussi di cassa, dalle altre.

Se assumiamo che le imprese del primo gruppo (eccesso di capitale) e del quarto gruppo (Ebitda negativo) siano quelle maggiormente in difficoltà, l’analisi dimostra che il “peso” di queste aziende

aumenta nel tempo. In particolare, se nel 2004 erano il 49% le imprese più fragili, nel 2012 sono circa il 68%. In termini di fatturato, le aziende in difficoltà pesano per il 62% nel 2012 (41% nel 2004).

L’analisi dimostra che non sono gli investimenti ad esser mancati, quanto i profitti che questi avrebbero dovuto generare, almeno in gran parte delle aziende considerate: il risultato è che molte imprese sono caratterizzate da un eccesso di Capitale Investito rispetto al reddito che riescono a produrre. Una prima conseguenza è che, nel tempo, le condizioni finanziarie di molte imprese manifatturiere si sono deteriorate.

Infatti, un’impresa con troppo capitale (dato il reddito, e quindi la cassa, che è in grado di generare) tenderà ad avere un indebitamento elevato: è sufficiente pensare che nel 2012, in media, le imprese del primo gruppo (IC/Ebitda superiore a 5) hanno un debito pari a circa 4 volte l’Ebitda; le imprese del secondo gruppo (IC/Ebitda compreso tra 3 e 5) hanno un debito finanziario addirittura inferiore all’Ebitda.

Inoltre, un’impresa con eccesso di capitale a fronte di un dato livello di reddito generato implica l’impossibilità di remunerare il capitale in modo adeguato. Esiste quindi una parte di attivi dei bilanci di una quota significativa delle imprese manifatturiere italiane il cui valore effettivo è inferiore a quello contabile: si tratta di perdite di valore pari a circa 80 miliardi di Euro.

Quando i valori contabili delle attività sotto-performanti sono superiori ai rispettivi valori di mercato, la propensione a cedere tali attività si riduce drasticamente. I bilanci risultano “bloccati” in attesa che, alternativamente, si ripristinino condizioni di riallineamento fra valori di mercato e valori contabili o che le condizioni peggiorino al punto da far emergere perdite durevoli e ad obbligarle a svalutazioni.

Quindi ci troviamo in uno stallo a prima vista insuperabile: le imprese in attesa di una illusoria crescita che possa ridurre o eliminare le perdite di valore, le banche che sono “costrette” a tenere in vita alcune imprese in difficoltà per evitare di rilevare perdite a conto economico.

<sup>1</sup> Fonte: *Banking Lending Survey*, Banca Centrale Europea, ottobre 2013.

<sup>2</sup> *Invested Capital* è formato dall’Attivo Fisso Netto (macchinari, impianti, brevetti, avviamento, ecc.) e dal Capitale Circolante Netto (crediti verso clienti, magazzino, debiti verso fornitori). Sono escluse dal calcolo le partecipazioni.

<sup>3</sup> Ebitda (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) è il Margine Operativo Lordo.

## COSA FARE

La soluzione allo stallo passa per la realizzazione di un progetto di sistema teso innanzitutto a riconoscere la perdita di valore delle imprese, separando le attività “buone” da quelle deteriorate in modo da ricostruire le condizioni per attirare nuova finanza e trovare la via del rilancio delle imprese manifatturiere in difficoltà: quindi sono necessari ristrutturazioni, aggregazioni, tagli di costi e nuovi investimenti.

Ma quali sono i valori in gioco in un'ipotesi come questa? È stata condotta una simulazione su una parte delle imprese manifatturiere più vulnerabili (ossia con un evidente eccesso di Capitale Investito, IC/ Ebitda superiore a 5). È stato escluso il primo quintile di società (cioè il 20% di società con multiplo IC/ Ebitda >12,7), assumendo che per esse la via della ristrutturazione sia difficilmente praticabile.

Il punto di forza da cui partire è rappresentato dal volume di fatturato che queste imprese comunque presidiano e dalla buona dotazione di mezzi propri, la quale consente di assorbire perdite di valore prima di intaccare il valore del debito. Sono queste le precondizioni necessarie per attrarre l'interesse di nuova finanza e, contemporaneamente, non trovare ostacolo da parte del sistema bancario.

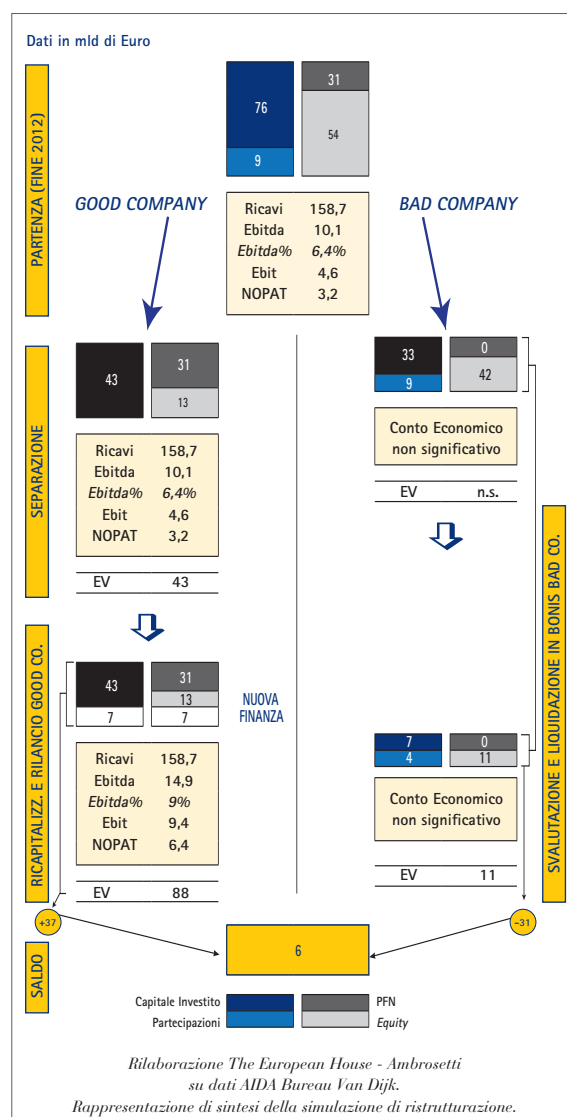
Nel 2012 le aziende di questo “sub-campione” hanno registrato un fatturato pari a circa 160 miliardi di Euro e sono caratterizzate da un Capitale Investito pari a circa 85 miliardi di Euro. La simulazione è stata condotta assumendo di separare gli attivi di qualità scindendoli dagli altri attivi deteriorati, considerando l'aggregato di imprese come se fosse un'unica azienda.

L'attivo (di qualità) dell'impresa scissa (*Good Company*) è pari al valore corrente dell'attività, definita in base alla capacità attuale di generazione di reddito. La *Good Company*, a cui viene trasferito un debito finanziario pari a 3 volte l'Ebitda, acquisisce nuova finanza ed effettua investimenti (per 1,5 volte l'incremento di Ebitda atteso) necessari a recuperare la marginalità del fatturato perduta nel corso degli ultimi 9 anni (+3% di margine di Ebitda). La *Bad Company*, invece, procede a liquidare le proprie attività a valore di stralcio recuperando il 20% del valore contabile delle attività immobilizzate ed il 50% del valore delle partecipazioni.

Sotto queste ipotesi (vedere la figura), la creazione di una *Good Company* in cui far confluire gli attivi di qualità consentirebbe di attirare nuova finanza per 7 miliardi di Euro che permetterebbe la creazione di valore da sinergie per circa 37 miliardi di Euro<sup>4</sup>: tale risultato si conseguirebbe senza assumere la crescita del fatturato delle imprese. La creazione di valore consentirebbe di compensare interamente le perdite (circa 31 miliardi di Euro) che inevitabilmente l'imprenditore dovrebbe sostenere sugli attivi deteriorati.

<sup>4</sup> La creazione di valore di circa 37 miliardi di Euro è la risultante della differenza tra il valore d'impresa (*Enterprise Value*, EV) di circa 88 miliardi di Euro ed il Capitale Investito di circa 50 miliardi di Euro (Posizione Finanziaria Netta, PFN di 31 miliardi + *Equity*, Patrimonio Netto, di 13 miliardi + nuova finanza pari a circa 7 miliardi di Euro). L'*Enterprise Value* è calcolato come *perpetuity* del *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) di 6,4 miliardi di Euro al tasso di sconto di circa 7,3% (6,4 miliardi di Euro / 7,3% = 88 miliardi di Euro).

Inoltre, sulla *Bad Company* non insisterebbe debito finanziario: questo aspetto permetterebbe di garantire una maggiore tranquillità per il sistema bancario.



È possibile aspettare ed evitare la ristrutturazione? La resistenza al cambiamento e ad avviare tempestivi processi di intervento trova facile supporto nell'idea che la ripresa economica possa ripristinare le performance delle imprese in difficoltà. Sarebbe cioè la congiuntura a consentire di realizzare gli incrementi di Ebitda che la ristrutturazione, invece, ricercerebbe attraverso interventi complessi (e non certo indolori) di scissione, riaggregazione, disinvestimento, investimento, ecc..

Per mostrare quanto questa convinzione non abbia alcun supporto concreto si è realizzata una semplice analisi di elasticità del valore d'impresa alla crescita del fatturato, sulla base dell'Ebitda espresso in percentuale, a valore corrente applicato alle diverse classi dimensionali di imprese appartenenti alla categoria con Capitale Investito superiore a cinque volte l'Ebitda.

L'analisi mostra che per tutte le categorie dimensionali gli incrementi di fatturato necessari a recuperare una capacità di reddito in grado di riallineare i valori di mercato ai valori contabili sarebbero così rilevanti da giudicarsi irraggiungibili in un orizzonte di tempo realistico. Più in particolare, i tassi di crescita dei ricavi sarebbero compresi fra il 39% ed il 53% in relazione alla dimensione delle imprese.

## FILO LOGICO

### IL PUNTO DI PARTENZA

- La stretta creditizia è legata al deterioramento del merito di credito delle imprese
- Nel 2012, delle imprese manifatturiere italiane con fatturato superiore a 10 milioni di Euro, più del 60% risulta avere Ebitda negativo o un eccesso di Capitale Investito, tenuto conto del reddito che tali imprese riescono a generare: il risultato è che, nel tempo, le condizioni finanziarie di molte imprese manifatturiere si sono deteriorate
- Queste imprese hanno infatti elevati livelli di indebitamento e, tenuto conto della loro impossibilità di remunerare adeguatamente il Capitale Investito, evidenziano una perdita potenziale di valore che è pari a circa 80 miliardi di Euro
- Imprese e banche si trovano in uno "stallo": le prime in attesa di una crescita (illusoria) che possa ridurre le perdite di valore; le seconde costrette a finanziare comunque le società in difficoltà per evitare perdite a conto economico

- Il numero (ed il peso sul fatturato complessivo della manifattura italiana) delle aziende in difficoltà è aumentato nel tempo

### COSA FARE: REALIZZARE UN PROGETTO DI RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE

Realizzazione di un progetto di sistema teso innanzitutto a riconoscere la perdita di valore delle imprese separando le attività "buone" (*Good Company*) da quelle deteriorate (*Bad Company*) in modo da ricostruire le condizioni per attirare nuova finanza e trovare la via del rilancio delle imprese manifatturiere in difficoltà

Per comprendere i valori in gioco, è stata condotta una simulazione su una parte delle imprese manifatturiere più vulnerabili, ossia con evidente eccesso di capitale: nel 2012 le aziende analizzate hanno registrato un fatturato pari a circa 160 miliardi di Euro ed erano caratterizzate da un Capitale Investito pari a circa 85 miliardi di Euro

#### **Good Company**

- Capitale Investito uguale al valore corrente, tenuto conto del reddito generato
- Trasferito debito finanziario pari a 3 volte l'Ebitda

#### **Bad Company**

- Liquidazione delle proprie attività a valore di stralcio recuperando:
  - il 20% del valore contabile delle attività immobilizzate
  - il 50% del valore delle partecipazioni
- Svalutazioni per 31 miliardi di Euro€

- La *Good Company* acquisisce nuova finanza per 7 miliardi di Euro per realizzare gli investimenti necessari a recuperare la marginalità perduta
- Creazione di valore per circa 37 miliardi di Euro: questa consente di compensare interamente le perdite sopportate dall'imprenditore

Lo stesso risultato si conseguirebbe solo con una (impossibile) crescita dei ricavi di oltre il 40% su un orizzonte temporale limitato

### IL RUOLO DEGLI ATTORI IN GIOCO

#### **Imprenditori**

- Essere disponibili alla separazione della propria impresa (*Good e Bad Company*)
- Accettare le inevitabili perdite legate agli attivi deteriorati
- Prendere la via dell'aggregazione con altre imprese

#### **Banche**

- Riuscire a separare nettamente le imprese che possono ripartire da quelle che difficilmente riusciranno a stare sul mercato, in modo da finanziare quelle più meritevoli
- Limitare/ridurre il sistema degli affidamenti multipli

#### **Governo**

- Favorire le ristrutturazioni, anche attraverso la leva fiscale
- Sostenere l'ingresso di nuova finanza, anche tramite un adeguato sistema di garanzie

## IL COSTO DELL'INAZIONE

Inoltre, l'inazione ha un costo:

- aumenta il rischio di incrementare le perdite di valore economico e occupazionali
- le opportunità di recuperare sono rilevanti a condizione che si agisca rapidamente.

Come è stato evidenziato, le *performance* operative delle imprese più in difficoltà hanno progressivamente mostrato un continuo peggioramento.

Sulla base di questa evidenza si è ritenuto opportuno fornire una misura del costo (in termini di progressiva perdita di valore) del rinvio degli interventi di ristrutturazione.

Le analisi condotte mostrano come l'avvio di un processo di ristrutturazione nel 2010 avrebbe consentito di recuperare per intero le perdite di patrimonio. Ma già nel 2011 il recupero di valore non sarebbe stato integrale ed avrebbe portato ad una perdita netta di 8,5 miliardi di Euro, accresciuti a 16 miliardi al 2012.

L'algebra semplice di questo esercizio mostra che ogni anno di ritardo nell'avvio dei processi di ristrutturazione ha comportato un minor recupero potenziale di valore di circa 8 miliardi di Euro.

## IL RUOLO DEGLI ATTORI IN GIOCO

Le dimensioni del fenomeno sono tali da non consentire di confinare il problema al mondo delle imprese ed al ruolo degli imprenditori. Si sta parlando del futuro di buona parte della manifattura italiana, ancora valida, ma che soffre.

L'analisi precedente ha mostrato che vi sono grandi opportunità di recupero del valore perduto se si reagisce rapidamente. La crisi offre l'incentivo per porre rimedio a debolezze strutturali del nostro tessuto manifatturiero. Saper valutare queste opportunità è un'abilità che va recuperata sia dalle imprese sia dalle banche.

Ciascuno deve essere consapevole degli effetti che deriverebbero per l'intera economia italiana dall'inazione, dall'incapacità di porre rimedio all'instabilità che conseguirebbe ad un peggioramento rapido delle condizioni economiche delle imprese più fragili.

Reagire significa ristrutturare perché dentro ad ogni impresa critica (o vulnerabile) convive una parte sana ed una malata (una *Good Company* ed una *Bad Company*). Separare le due parti è il primo passo da compiere. Ma per riuscirci occorre garantire adeguati vantaggi a tutti i soggetti coinvolti: imprenditori, banche e portatori di nuova finanza. I vantaggi sono tanto maggiori quanto più prontamente nel percorso di declino interviene la ristrutturazione. Purtroppo un sistema atomizzato di Piccole e Medie Imprese che dipendono da multi-affidamenti (credito frazionato su diverse banche), che redigono bilanci sulla base di costi storici e che dipendono da un fisco che non favorisce certo le ristrutturazioni, incontra disincentivi forti a reagire prontamente. Il prezzo che il sistema paga per questa inazione è molto salato. Nell'ultimo triennio, come detto, si sono persi 8 miliardi di Euro all'anno in mancate opportunità di recupero di valore tramite ristrutturazioni. La tendenza negativa va interrotta.

È necessario convincere gli imprenditori e le banche del costo del "non fare", persuadendoli che il minore valore di mercato dei loro attivi di oggi è sicuro capitale contabile "a rischio" domani, se non si interviene rapidamente per recuperare il valore perduto.

È opportuno accompagnare le combinazioni di imprese con adeguati sistemi di *governance*, separando il ruolo della proprietà da quello del *management* ed evitare conflitti di interesse.

È necessario che le tante banche dell'impresa multi-affidata comprendano l'importanza di avviare rapidamente processi di ristrutturazione fino a che il perimetro sano ancora prevale. Occorre cioè che le banche intensifichino l'impegno ad esaminare le reali prospettive delle imprese superando il disincentivo della frammentazione dei rapporti, prima di essere costrette ad avviare ristrutturazioni finanziarie e/o ad iscrivere crediti a sofferenza.

Si tratta di avviare ristrutturazioni operative, volte a far ripartire le imprese sulla base di modelli di *business* meno *capital intensive* e più efficienti, attraverso l'intervento di nuova finanza d'investimento.

Occorre che il Governo comprenda la dimensione sistemica del rischio e intervenga a favore dei processi di ristrutturazione di imprese ancora *in bonis*, creando condizioni favorevoli - in termini di garanzie e di incentivi fiscali - all'ingresso di nuova finanza partecipativa nel capitale delle imprese.

La prossima Lettera tratterà il tema: "Le priorità per migliorare l'ecosistema dell'innovazione in Italia"

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 VIII  
NUMERO 58  
Lettera Club  
The European House  
Ambrosetti, 2014  
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

