

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: nuove proposte per far affluire risorse alle imprese

IL CONTESTO DI RIFERIMENTO

Nel corso del 2014 il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), il Ministero per lo Sviluppo Economico (MiSE) e Banca d'Italia hanno avviato la missione "Finanza per la Crescita" 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 privati**.

Infatti, il settore pubblico difficilmente riuscirà a generare la domanda di investimenti necessari alla crescita del Paese per i noti vincoli di bilancio: a fine 2015, il rapporto tra Debito Pubblico e Prodotto Interno Lordo (PIL) ha sfiorato il 133%. Non è una sorpresa che, tra il 2008 ed il 2015, gli investimenti pubblici si siano ridotti di un terzo, da 5,2% del PIL nel 2008 a circa 3,7% del PIL nel 2015. Nello stesso periodo, anche gli investimenti privati si sono contratti in modo significativo ed è proprio su questi ultimi che i Governi hanno quindi focalizzato l'attenzione.

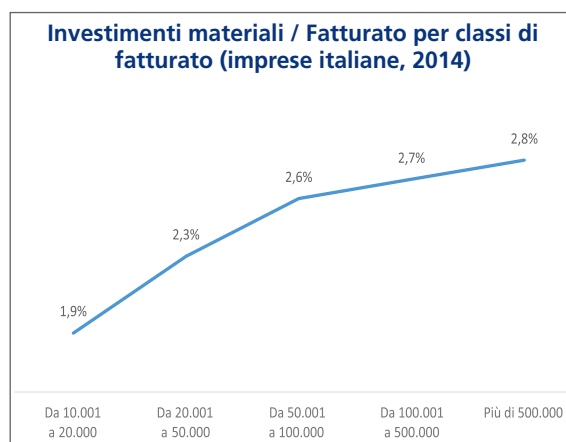
Ma quali sono i principali **ostacoli al rilancio degli investimenti privati**?

Una delle principali aree di debolezza del tessuto imprenditoriale del nostro Paese è la **forte dipendenza dal sistema bancario**: la parte preponderante dei debiti finanziari in Italia è erogato da istituti bancari. Questa dipendenza è particolarmente evidente per le PMI. Inoltre, le imprese italiane sono, nel confronto europeo, **sottocapitalizzate**. La dipendenza dalle banche ed il periodo non facile per queste ultime (**sofferenze ai massimi**, per più di 200 miliardi di Euro¹, **rendimenti del capitale non adeguati**, **inasprimento della normativa di riferimento**) amplificano la debolezza del sistema impresa in Italia.

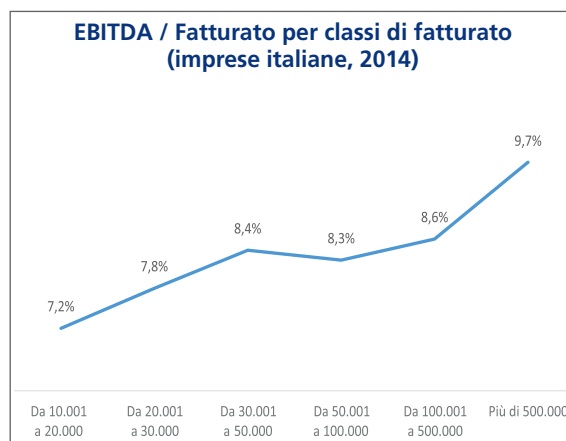
Una seconda grande area di criticità risiede nella dimensione media delle imprese italiane che risulta **decisamente inferiore rispetto agli altri Paesi europei**. Basti pensare che la contribuzione al fatturato delle imprese con ricavi minori di 200 milioni di Euro è pari a circa il 48% per l'Italia, contro il 21% del Regno Unito o 18% della Germania.

Le dimensioni delle imprese italiane ne limitano la competitività: le aziende di maggiori dimensioni **investono di più** e sono **mediamente più performanti**².

Investimenti materiali / Fatturato per classi di fatturato (imprese italiane, 2014)



EBITDA / Fatturato per classi di fatturato (imprese italiane, 2014)



Inoltre, le grandi imprese hanno altri vantaggi competitivi poiché presentano:

- maggiore capacità di servire i mercati esteri
- maggiore efficacia nello sviluppo di canali di vendita alternativi
- maggiori risorse da dedicare alla Ricerca & Sviluppo
- maggiore capacità finanziaria.

In sintesi: maggiore probabilità di sopravvivere nell'arena competitiva.

¹ Fonte: Banca d'Italia.

² Fonte: rielaborazioni The European House - Ambrosetti su dati AIDA.

Negli ultimi anni, il Governo si è mosso in modo deciso sul lato dell'offerta di finanza, con provvedimenti tesi a modernizzare l'impianto normativo introducendo **nuovi attori e strumenti** complementari rispetto al settore bancario e definendo **misure di incentivo per la patrimonializzazione** delle imprese.

Si riportano sinteticamente i principali interventi realizzati:

- **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 (SuperACE) e alcune **novità in termini di governance** (voto multiplo) e **semplificazioni**.

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 R&S** (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
- **Facilitazione delle aggregazioni**: l'orizzonte temporale di ammortamento dell'avviamento è stato **dimezzato**. Questo intervento è scaturito grazie alla proposta lanciata da Ambrosetti Club nel 2015.

I lavori svolti da Ambrosetti Club nel 2015 e nella prima parte del 2016, in stretta collaborazione con il MEF, hanno avuto l'obiettivo di formulare **nuove proposte** tese a porre le basi per un'**accelerazione della crescita**, rafforzando l'efficacia delle norme esistenti oppure intervenendo su ambiti differenti.

Il primo cantiere ha riguardato proposte tese ad accrescere la dimensione media delle aziende in Italia. Le strade percorribili per vincere il "nansismo" delle società sono la crescita organica o lo **sviluppo per linee esterne (aggregazioni)**. La prima strada dipende da molteplici fattori, agibili solo in parte dai *policy maker*.

Nonostante la normativa italiana sia tra le più evolute nel contesto europeo in termini di facilitazione delle aggregazioni, le evidenze sul livello di dinamicità dell'attività di M&A **non sembrano brillanti**. Analizzando il periodo 2010-2015 si scopre che le operazioni con controvalore inferiore ai 500 milioni di Euro in Italia sono state circa 1.500³. La *performance* peggiore si registra in Spagna, con circa 1.350 aggregazioni; in Germania e Francia si sono realizzate rispettivamente circa 3.500 e 4.400 operazioni; il Regno Unito risulta primo con più di 7.000 operazioni. È in quest'area che le proposte di Ambrosetti Club trovano fondamento.

Consapevoli del fatto che presupposti di queste operazioni risiedono nella **qualità del progetto industriale**, sono state identificate alcune proposte per alimentare la **convenienza fiscale delle aggregazioni**: queste misure costituiscono un elemento facilitatore e una **leva direttamente agibile da parte dei policy maker**. In particolare, le soluzioni proposte sono:

- **Super ammortamento dell'avviamento**: prevedere la possibilità di **ammortizzare per un valore superiore dell'avviamento riconosciuto** in bilancio post-aggregazione (ad esempio 140% come nel caso degli investimenti produttivi in beni strumentali)
- **SuperACE** (Aiuto alla Crescita Economica) per un periodo limitato post-aggregazione: prevedere la **deducibilità fiscale di un rendimento figurativo** (circa 7%) per l'apporto in *equity* per le operazioni di aggregazione (meccanismo analogo a quello previsto per le imprese che si quotano in Borsa)
- **Defiscalizzazione delle sinergie**: prevedere per un orizzonte temporale pari a 3 anni **una tassazione più bassa**, pari ad un terzo di quella standard, **sull'incremento di utile derivante dalle sinergie**
- **Credito d'imposta**: attribuire un **credito d'imposta del 50%**, per un orizzonte temporale biennale, per le aziende che si aggregano con società la cui dimensione sia almeno pari al 10% degli attivi dell'ultimo bilancio prima dell'operazione

³ Fonte: rielaborazioni The European House - Ambrosetti su dati MergerMarkets.

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 R&S
- Fisco agevolato per proventi da licenze e brevetti



Altri elementi di contesto

- Le imprese italiane hanno una quota significativa del proprio capitale «bloccato» in investimenti immobiliari
- La dimensione media delle imprese italiane è inferiore alla media degli altri Paesi europei, riducendone la competitività



Nuove proposte di Ambrosetti Club

Fondo Immobiliare



- Costituzione di un Fondo Immobiliare per circa 3,8 miliardi di Euro
- Maggiore solidità finanziaria da parte delle società aderenti
- Risorse per nuovi investimenti

Nuovi incentivi per le aggregazioni



- Super ammortamento dell'avviamento
- SuperACE
- Defiscalizzazione delle sinergie
- Credito d'imposta per le aggregazioni
- Riduzione dell'imposta sostitutiva
- Imposta di registro fissa



Impatti delle proposte

Nuova finanza



- Nuova finanza per circa 9,2 miliardi di Euro

Economia reale



- Fatturato incrementale per circa 13,2 miliardi di Euro
- Nuovi occupati per circa 50mila unità

Gettito fiscale



- Nuovi introiti fiscali per circa 1 miliardo di Euro

- **Riduzione dell'aliquota d'imposta sostitutiva** (ad oggi pari al 16%): **ridurre l'aliquota dell'imposta** sostitutiva al 14% per operazioni fiscalmente neutrali (riorganizzazione, fusione, trasferimento, scissione) e **ridurre il periodo di ammortamento da 5 a 3 anni** dei maggiori valori affrancati a seguito del pagamento dell'imposta sostitutiva vigente
- **Imposta di registro fissa**: assoggettare le operazioni fiscalmente non neutrali (cessione d'azienda o di ramo d'azienda) ad un'imposta di registro fissa (ad esempio 200 Euro) anziché proporzionale.

Sul fronte della diversificazione dei canali attraverso i quali veicolare nuova finanza alle imprese, Ambrosetti Club è partito dal presupposto che le imprese italiane (escluse le banche e le assicurazioni) vantano un patrimonio immobiliare (terreni e fabbricati) pari ad un valore contabile di più di **350 miliardi di Euro**⁴. Si tratta di un **significativo capitale immobilizzato** che potrebbe essere sbloccato per finanziare progetti di crescita e di sviluppo. La proposta verte sulla **costituzione di un Fondo Immobiliare**, partecipato in parte dal settore pubblico, che acquisirebbe gli immobili strumentali delle imprese ad un valore verosimilmente più basso di quello contabile. Le aziende aderenti si impegnerebbero a pagare un affitto al Fondo. I proventi della cessione potrebbero in parte essere destinati al rimborso del debito, in parte al finanziamento di progetti di crescita. Per limitare il rischio del Fondo è stata ipotizzata la **clausola di riacquisto** del cespite da parte dell'impresa.

I POSSIBILI IMPATTI DELLE PROPOSTE E COSTO DEL "NON FARE"

È stata realizzata una simulazione tesa a dimensionare l'impatto delle proposte menzionate.

⁴ Fonte: rielaborazioni The European House - Ambrosetti su dati AIDA.

Sul fronte aggregazioni, l'ipotesi alla base del ragionamento è che, su un orizzonte temporale di 6 anni, il numero di aggregazioni in Italia sia circa pari alla media di due Paesi simili a noi: Francia e Germania. Si tratta quindi di circa **4.000 operazioni**, realizzate anche grazie agli incentivi di natura fiscale che sono stati elaborati. Tenuto conto delle migliori *performance* di imprese più grandi, gli impatti sono stati quantificati in: maggiore **finanza e investimenti per circa 5,4 miliardi** di Euro; **fatturato incrementale per circa 10,6 miliardi** di Euro; nuovi **occupati per circa 40.000** unità e maggiore **gettito fiscale per circa 1 miliardo** di Euro. È stato stimato anche il costo del "non fare" le aggregazioni: qualora le imprese non dovessero perseguire l'aumento della loro competitività attraverso la maggiore dimensione, le **società più deboli potrebbero non sopravvivere**. Le imprese a rischio (ossia quelle con un rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e EBITDA superiore a 10 volte) sono **circa 2.200**, occupano circa **162.000 lavoratori** e sono esposte nei confronti del **sistema creditizio per circa 34 miliardi di Euro**. Per ciò che concerne il Fondo Immobiliare, sono state identificate le società che potrebbero cedere i loro immobili strumentali: sono circa **700 aziende** che potrebbero vendere attivi (a valore di mercato) per **circa 3,8 miliardi** di Euro (la dimensione del Fondo). I proventi della cessione consentirebbero il **rimborso di circa 1,8 miliardi** di debiti bancari e il finanziamento di **progetti per circa 2,0 miliardi** di Euro. Gli investimenti genererebbero un **giro d'affari incrementale di circa 2,6 miliardi** di Euro e circa **10.000 nuovi occupati**.

Queste misure permetterebbero quindi un deciso rafforzamento delle PMI, sia dal punto di vista della solidità finanziaria che della capacità di stare sul mercato (competitività): non sempre rimanere piccoli è un vantaggio!

"L'uomo ragionevole adatta se stesso al mondo: l'irragionevole persiste nel tentativo di adattare il mondo a se stesso"
(G.B. Shaw)

La prossima Lettera Club tratterà il tema

"L'innovazione come driver di crescita per le imprese e per il Sistema Paese"

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. 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 o al seguente numero di telefono +39 02 46753 1.

ANNO X
NUMERO 75
Lettera Club
The European House
Ambrosetti, 2016
Tutti i diritti sono riservati.
DIRETTORE RESPONSABILE:
Nino Ciravegna
Stampa: TFM - Via San Pio da Petralcina, 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
Registrazione presso il Tribunale di Milano N° 493 del 20.07.06

 The European House
Ambrosetti