

GRUPPO PER LA CRESCITA

Spunti per l'intervento del Presidente di Piccola Industria Lombardia, Ambra Redaelli

- Negli ultimi sei anni l'Italia ha perso l'8% del PIL e il manifatturiero il 25% del volume di produzione. In questa situazione il nostro obiettivo prioritario è tornare a crescere e creare lavoro. Si deve mettere mano alle riforme strutturali, indispensabili per consolidare la crescita. Occorre mettere in atto politiche che abbiano effetti immediati sulla crescita dell'economia. Servono interventi per il rilancio della produttività e degli investimenti.

Per sostenere gli investimenti delle imprese, la soluzione non può certamente essere quella del credito bancario. Innanzitutto per una ragione di natura congiunturale: l'emergenza credito che le nostre imprese stanno vivendo e che si traduce in contrazione dell'offerta di finanziamenti, irrigidimento delle condizioni di accesso al credito, tassi e spread a livelli record.

In secondo luogo per un motivo strutturale. Il debito bancario, infatti, non solo non rappresenta una fonte finanziaria adeguata a realizzare processi che per loro natura richiedono di essere finanziati con capitale di rischio, ma bisogna anche considerare che le imprese italiane sono già, in media, troppo indebitate, anche nel confronto internazionale.

In proposito occorre registrare che la crisi finanziaria ha interrotto, e in parte invertito, il processo di maggiore patrimonializzazione delle imprese italiane che era in corso. La struttura finanziaria era divenuta molto più solida di quella della metà degli anni '90. Nell'insieme dell'economia, il patrimonio delle imprese era salito al 49,9% del passivo nel 2006 (dal 35,9% nel 1995), i prestiti erano scesi al 28,8% (dal 40,3%). Con la crisi, però, i bilanci delle aziende si sono di nuovo indeboliti: il patrimonio è sceso al 40,6% nel 2011, i prestiti sono risaliti al 34,7% e i debiti commerciali al 21,8%. La quota di patrimonio delle aziende italiane nel 2011 è di poco superiore a quella delle tedesche, ma di oltre 10 punti percentuali sotto quella delle imprese francesi, britanniche e statunitensi.

Imprese italiane con poco patrimonio, ma più delle tedesche

(Composizione % delle passività delle imprese non finanziarie)

	1995				2006				2011			
	Titoli	Prestiti	Debiti commerciali e altre passività	Azioni e altre partecipazioni	Titoli	Prestiti	Debiti commerciali e altre passività	Azioni e altre partecipazioni	Titoli	Prestiti	Debiti commerciali e altre passività	Azioni e altre partecipazioni
Francia	6.6	30.6	21.7	41.1	5.6	20.3	10.8	63.3	6.2	23.9	14.7	55.2
Regno Unito	6.2	23.1	8.1	62.5	9.9	29.8	4.2	56.1	12.0	30.1	4.3	53.6
USA	9.4	14.2	19.7	56.7	9.0	14.8	18.5	57.7	13.6	14.9	18.6	52.9
Eurolandia	3.7	35.8	18.3	42.2	3.1	29.4	11.8	55.8	3.7	33.4	15.4	47.5
Spagna	2.5	22.8	27.6	47.1	0.4	32.4	16.4	50.8	0.7	41.9	16.0	41.4
Italia	1.4	40.3	22.4	35.9	2.2	28.8	19.1	49.9	2.9	34.7	21.8	40.6
Germania	2.8	40.4	13.0	43.8	2.8	33.2	14.9	49.1	3.4	35.4	22.9	38.3

Dati ordinati per "Azioni e altre partecipazioni" nel 2011.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

C'è peraltro una differenza notevole tra l'assetto finanziario delle grandi imprese e quello delle PMI italiane, in particolare nel manifatturiero dove la struttura finanziaria delle grandi

imprese presenta significative differenze rispetto a quella delle PMI. La principale differenza è che la dipendenza dal credito bancario per le grandi è pari a circa la metà che per le PMI (11,9% del passivo nel 2011, contro 22,4%). Viceversa, per le grandi aziende contano di più i debiti finanziari non bancari, che includono le obbligazioni. La patrimonializzazione è maggiore per le grandi imprese.

PMI due volte più dipendenti dalle banche

(Italia, manifatturiero, bilanci 2011, quote % sul passivo)

	Piccole e medie imprese ¹	Grandi imprese ²
Debiti verso banche	22.4	11.9
Altri debiti finanziari ³	3.0	4.8
Debiti commerciali	23.8	22.3
Debiti infra gruppo	4.9	12.2
Altri debiti	5.0	5.3
Totale debiti	59.1	56.5
Fondi	5.6	8.5
Patrimonio netto	35.3	35.0

¹ Imprese con 1-249 dipendenti.

² Imprese con oltre 250 dipendenti.

³ Inclusive le obbligazioni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati AIDA.

- I dati sopra riportati mettono in luce la maggiore esposizione delle PMI alla crisi finanziaria in atto.

Ma essendo la crescita un imperativo - e non potendo essere il canale del capitale di debito quello che genererà grandi opportunità per le imprese - **occorre puntare con decisione sulla leva dell'equity, ovvero su capitale degli imprenditori e capitale di investitori esterni.**

Su entrambe le leve Confindustria ha lavorato attivamente in questi ultimi anni.

- **Il capitale apportato dagli imprenditori** è certamente una fonte importante per sostenere lo sviluppo aziendale. Per Confindustria questa è innanzitutto una questione culturale. È fondamentale che gli imprenditori italiani si impegnino per riequilibrare le fonti di finanziamento aumentando il livello della loro partecipazione all'impresa e al finanziamento dei propri progetti di sviluppo. Ciò anche al fine di incrementare il loro potere contrattuale nei confronti del sistema creditizio.

In questo senso ci siamo molto impegnati facendo inserire in tutti i nostri accordi con l'ABI a partire dal 2009 una misura che impegna le banche a concedere alle imprese finanziamenti proporzionali agli aumenti di capitale effettuati dalle imprese stesse.

Ma soprattutto abbiamo agito sul fronte **fiscale**, chiedendo e ottenendo l'introduzione, all'interno del decreto Salva Italia, dell'**aiuto alla crescita economica (ACE)**, una misura agevolativa che mira a favorire il rafforzamento della struttura patrimoniale delle imprese italiane attraverso un più equilibrato trattamento fiscale del finanziamento con debito rispetto a quello con capitale di rischio. Un riequilibrio che potrà migliorare il merito di credito e attenuare i problemi che potrebbero derivare dalle difficili condizioni del mercato creditizio.

- È tuttavia evidente che per promuovere lo sviluppo e il rilancio in chiave internazionale delle imprese italiane, in altri termini per fare quel salto di qualità che consentirebbe alle nostre imprese di diventare medi campioni nazionali e internazionali, servono iniezioni di risorse di ammontare ben più rilevante di quello che può provenire dal risparmio degli imprenditori.

Dunque **è l'equity esterno la leva su cui puntare nel prossimo futuro.**

- È per questo che **Confindustria ha dedicato particolare attenzione, negli ultimi anni, al tema dello sviluppo del mercato del private equity**, che in Italia appare sottodimensionato rispetto a quello dei principali Paesi Europei.

Nella percezione degli imprenditori diversi sono i fattori che hanno limitato lo sviluppo del private equity in Italia. Fattori che possono definirsi strutturali - presenti prima della crisi e rimasti immutati anche dopo il suo avvento - e fattori di natura congiunturale legati alla crisi.

Quanto ai fattori strutturali non vi è dubbio **che gli imprenditori attribuiscono agli operatori tradizionali di private equity obiettivi prettamente finanziari**, distanti da logiche industriali, nonché atteggiamenti aggressivi e orientati al breve termine.

Questa considerazione ha avuto un peso rilevante nella decisione di Confindustria di promuovere la creazione del Fondo Italiano d'investimento (di cui anche più avanti si dirà) e di partecipare al capitale della SGR che lo gestisce. La presenza di Confindustria, così come quella di altri soci quali il MEF e l'ABI, nel capitale della SGR e nel suo Consiglio di Amministrazione assume rilevanza strategica. Si tratta di una partecipazione tesa ad assicurare che il Fondo persegua con determinazione gli obiettivi annunciati e che non vengano meno gli elementi che mirano a distinguerne l'azione da quella degli operatori privati.

In particolare, nell'attività del Fondo dovranno essere valorizzate quelle caratteristiche che conferiscono all'intera iniziativa un carattere istituzionale e che riguardano l'intenzione di avere un approccio "industriale", attento alle esigenze delle imprese e non concentrato su obiettivi di rendimento ambiziosi, nonché la disponibilità a restare nel capitale delle aziende per un periodo abbastanza lungo da essere coerente con le loro strategie di sviluppo.

In aggiunta a quanto sopra messo in evidenza, va però ricordato che a limitare lo sviluppo del private equity nel nostro paese sono anche **elementi relativi all'attitudine degli imprenditori.**

Resta infatti elevata la naturale ritrosia degli imprenditori familiari ad aprirsi ad agenti esterni: cioè a capitali e manager esterni. E questo anche a dispetto delle evidenze relative al contributo degli operatori di private equity che, secondo recenti indagini:

- hanno rappresentato un valido supporto per le aziende soprattutto per quanto riguarda l'avvio di operazioni all'estero, la prestazione di consulenza in materia finanziaria, il miglioramento dei rapporti con le banche, le possibilità di accesso ai mercati di borsa;
- hanno determinato, nel caso delle operazioni di start-up e di expansion, un impatto fortemente positivo (rispetto a quanto registrato dalle imprese che non hanno beneficiato dell'intervento di un investitore esterno) in termini di crescita di ricavi, Ebitda e occupazione.

Si tratta di fattori sui quali lavorare insieme - operatori di private equity e imprese - per accrescere gradualmente la fiducia degli imprenditori nei confronti degli investitori in capitale di rischio e aumentarne la propensione ad aprire le proprie aziende.

Vi è inoltre un **fattore che attiene alla dimensione media** delle imprese italiane che resta ridotta, anche nel confronto internazionale.

Le PMI italiane, che rappresentano il 99,9% del totale nazionale, sono mediamente più piccole di quelle di altri Paesi: in Italia in media un'impresa ha una dimensione di circa 4 addetti, valore inferiore rispetto a quello medio UE (con 6,4 addetti per impresa) e distante da Francia (5,9 addetti), Regno Unito (11) e Germania (12).

Per lungo tempo la piccola dimensione ha rappresentato un fattore di grande flessibilità e dinamismo per il sistema produttivo. Ci sono certamente realtà aziendali per le quali ciò si conferma tutt'oggi, ma in media occorre evidenziare che la dimensione contenuta rischia di divenire un fardello che frena la competitività.

Nell'attuale contesto, in cui il successo delle imprese si basa sulla loro capacità di innovare i prodotti e diversificarli e i margini si assottigliano, per le piccole imprese si rivela sempre più difficile sfruttare le economie di scala e competere sui mercati globali. Le imprese debbono dunque attrezzarsi per crescere e ricercare la loro dimensione ottimale, quella cioè più adatta per le loro caratteristiche, i loro prodotti, il loro mercato.

Per affrontare questa crescita il ricorso a capitali esterni potrebbe rappresentare un supporto fondamentale, ma quando la dimensione dell'impresa è eccessivamente contenuta l'intervento del private equity non risulta in concreto possibile. Ciò è da ricondurre a motivazioni tecniche ed economiche che attengono alle caratteristiche peculiari dell'azione di tali operatori: gestire una partecipazione richiede infatti significative risorse e il sostenimento di costi fissi minimi che introducono delle naturali soglie di ingresso sotto le quali un intervento non appare realizzabile.

La questione pone evidentemente l'accento sul tema delle aggregazioni tra imprese. Un tema al quale Confindustria ha dedicato grande attenzione anche cercando di dare slancio al modello delle reti d'impresa.

Quanto ai **fattori di natura congiunturale** a frenare l'incontro tra domanda e offerta può esservi anche il permanere di aspettative elevate degli imprenditori circa la valutazione delle loro aziende. Ma gli effetti prodotti dalla crisi sui bilanci delle imprese per gli anni 2009-2011 sono probabilmente tali da incidere sulle valutazioni pre-crisi, abbassandole.

- L'impegno di Confindustria nel campo del private equity si è concretamente tradotto, come sopra ricordato, nella partecipazione attiva - insieme a MEF, ABI, CDP e alle principali banche italiane, anche popolari - alla creazione del **Fondo italiano d'Investimento**.

Una forte integrazione tra impegno pubblico e privato premiata dai risultati: la performance del Fondo dall'avvio dell'operatività, novembre 2010, a oggi è stata straordinaria. Il Fondo ha infatti realizzato:

- 32 investimenti diretti e deliberati altri 3 per oltre 315 milioni;
- 13 interventi indiretti e ne ha altri 5 deliberati per un totale di circa 350 milioni.

Il ritmo di operatività del Fondo si attesta su livelli superiori a quelli abituali del mercato del private equity. nel primo semestre 2012 ha realizzato ben il 40% del complesso degli investimenti di expansion realizzati in Italia in imprese con fatturato compreso tra i 10 e i 250 milioni di euro.

È poi di particolare importanza il fatto che sia stato modificato il regolamento del Fondo prevedendo la possibilità di effettuare, da gennaio di quest'anno, investimenti indiretti anche

in fondi e società di investimento che svolgano attività di venture capital, ossia di sostegno all'avvio e alle prime fasi di sviluppo di nuove imprese. Una decisione importante che consentirà di rafforzare l'azione del Fondo di stimolo del mercato del private equity e che potrà favorire la creazione di imprese innovative.

- Altro intervento importante per cercare di favorire gli interventi di private equity, soprattutto in imprese di dimensioni più contenute, è quello che riguarda il **Fondo di Garanzia per le PMI**.

Su richiesta di Confindustria, le modalità operative del Fondo sono state modificate per consentirgli di garantire (50% in caso di garanzia diretta; 80% in caso di controgaranzia a favore di confidi o altri fondi di garanzia che a loro volta garantiscano le imprese fino al 60%) acquisizioni di partecipazioni di minoranza compiute da fondi comuni di investimento mobiliare chiusi per il tramite di SGR e società di gestione armonizzate (in precedenza si potevano garantire solo le operazioni realizzate da banche e intermediari finanziari). Per tali operazioni l'importo massimo garantito è stato elevato da 1,5, a 2,5 milioni.

La misura è in funzione dai primi di dicembre e stiamo lavorando anche con AIFI per promuoverla e verificarne il funzionamento anche al fine di correggere eventuali inefficienze.

- Un discorso a parte merita il **comparto del turnaround**, oggi scarsamente presente in Italia. Una circostanza tanto più grave se considera il particolare momento che il sistema produttivo sta attraversando e nel quale salvaguardare realtà produttive significative, preservando valore e livelli occupazionali, assume una forte valenza strategica.

Per questo riteniamo sia giunto il momento di tornare a unire forze pubbliche e private - replicando il metodo proficuamente utilizzato per la costituzione del Fondo Italiano - per promuovere la creazione di un **Fondo Italiano per le ristrutturazioni aziendali**: un Fondo che, avvalendosi di solide professionalità industriali, dovrebbe rivolgersi a quelle imprese che, seppure in una fase critica, svolgono un ruolo rilevante anche in termini occupazionali nell'ambito dei loro territori e settori e hanno concrete potenzialità di sviluppo e di rilancio.

Uno strumento che avrebbe quindi una forte valenza sociale, oltre che economica, e che proprio per questo dovrebbe poter contare sul sostegno del Governo e di CDP.

- In materia di capitale di rischio occorre infine affrontare il tema dei **mercati di borsa**. Come noto, la Borsa in Italia non è mai diventata un canale di finanziamento diffuso tra le imprese probabilmente anche per le caratteristiche del sistema produttivo italiano che è costituito da tante PMI e da poche grandi imprese.

È proprio per stimolare il ruolo dei mercati di borsa che Confindustria ha collaborato con Borsa Italiana alla costituzione di un nuovo mercato per le imprese di dimensioni più contenute, nato dalla **fusione del MAC e dell'AIM Italia**: mercato che tra l'altro potrà avere un ruolo rilevante come canale di disinvestimento per le operazioni di private equity.

Con il nuovo mercato sono state create le basi per lo sviluppo di un mercato azionario dedicato alle PMI. Occorre ora creare le condizioni affinché il mercato cresca e si crei un circolo virtuoso, in cui l'offerta di titoli e la domanda di titoli si alimentino a vicenda.

Un passo importante è stato già realizzato attraverso l'introduzione dell'ACE. Un ulteriore aspetto su cui intervenire, prevedendo misure fiscali, è rappresentato dai costi di quotazione che, sebbene molto ridimensionati nell'AIM Italia rispetto alla Borsa, continuano a rappresentare un'importante voce di costo.

Bisogna però intervenire anche sul lato della domanda di titoli, adottando misure, anche fiscali, per favorire la presenza di investitori specializzati in small caps e avere così un mercato liquido e capace di attrarre nel mercato altre imprese.

- Si tratta di tasselli importanti per creare canali di finanziamento alternativi al credito bancario e soprattutto per avviare le imprese verso un percorso di crescita culturale che le porti ad essere più solide e più indipendenti. Anche per questo Confindustria ha aderito al **progetto Elite** promosso da Borsa Italiana che mira, attraverso uno specifico programma di formazione, a rafforzare la cultura manageriale e la governance delle imprese guidandole verso l'ingresso di investitori professionali nel proprio capitale e l'eventuale quotazione in Borsa.
- Un cenno merita infine il **crowdfunding**, una modalità di finanziamento già diffusa all'estero che consiste nella raccolta di finanziamenti online introdotta nella normativa italiana dal recente DL crescita (DL 189/2012).

In particolare, l'art. 30 del decreto ha inserito nel testo unico della finanza (d. lgs. n. 58/1998), uno specifico capo nel titolo che regola la raccolta del risparmio, delineando i tratti fondamentali dell'attività di raccolta di finanziamenti attraverso portali.

La disciplina prevede che i portali abbiano la specifica funzione di favorire la raccolta di risparmio da parte delle start up innovative. Possono essere gestiti da soggetti che professionalmente esercitano tale attività e la gestione è riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro che verrà istituito dalla Consob, alla quale spetta la vigilanza sui portali.

I finanziamenti da raccogliere non potranno superare i 5 milioni: sopra tale soglia si applicano le regole sulla sollecitazione del pubblico risparmio e l'obbligo di redazione del prospetto informativo.

La disciplina attuativa dell'articolo 30 dovrà essere definita dalla Consob, che ha svolto una consultazione preliminare per raccogliere indicazioni ruolo dei portali e compiti dei gestori. Confindustria ha risposto a tale consultazione, ritenendo che l'introduzione di una disciplina specifica per la raccolta di equity tramite portali on line rappresenta un'importante innovazione regolamentare che, se ben articolata, può offrire concrete opportunità per il finanziamento delle start up innovative. Riguardo al ruolo dei gestori Confindustria ha sottolineato che questo consiste essenzialmente nella diffusione di informazioni ampie e complete sui progetti di investimento selezionati.

La selezione dei progetti di start up innovative richiede specifiche competenze e la valutazione deve essere effettuata da esperti capaci di valutare tecnicamente l'innovazione proposta e gli aspetti economico-finanziari. Tali competenze possono essere presenti all'interno del soggetto gestore o possono essere acquisite all'esterno: ciò che però è essenziale è la corretta informazione dell'investitore potenziale da parte del gestore.

In questo senso, il portale non solo dovrebbe fornire una descrizione del progetto ma anche mettere a disposizione degli investitori informazioni più dettagliate sulla start up proposta, che riguardino ad esempio la struttura societaria e le modalità per la way out dall'investimento.

Sarà inoltre essenziale regolare i potenziali conflitti di interesse che potrebbero coinvolgere i soggetti gestori dei portali che abbiano anche interessi nelle start up promosse attraverso gli stessi portali (ad esempio, il caso di una banca che gestisce un portale e che abbia già erogato credito a una start up prima della raccolta on line).