

Le vie della ripresa

LE RISORSE ALTERNATIVE

La classe dimensionale

A contribuire sono soprattutto le grandi ma il trend si consolida anche nelle medie

Più Borsa e private equity

Negli ultimi due anni accelerano le Ipo su Aim Italia e l'ingresso di soci di minoranza

Cresce il patrimonio delle imprese

Il saldo aumenta di 21 miliardi per effetto del credit crunch e degli incentivi - Automotive e turismo in testa

Chiara Bussi

Segni particolari: bassa patrimonializzazione. È questo il tratto distintivo e al tempo stesso il tallone d'Achille delle imprese italiane. Eppure qualcosa, timidamente, si muove. Secondo gli ultimi dati disponibili sulla base dei bilanci 2014, infatti, il saldo del patrimonio netto è aumentato di 21 miliardi a quota 489,6 miliardi. Lo rivela la fotografia scattata da K Finance, partner equity markets di Borsa Italiana, sui libri contabili di 31.53 società con un fatturato superiore a 5 milioni di euro censite dalla banca dati Aida di Bureau Van Dijk. Siamo ancora lontani dai 200 miliardi quantificati dalla Banca d'Italia per colmare il divario con i concorrenti europei, ma l'inversione di tendenza, imboccata nel 2013, sembra proseguire e rafforzarsi. In quell'anno l'equity dello stesso campione di imprese era infatti aumentata di 12,8 miliardi e ora ha compiuto un ulteriore scatto in avanti.

«È l'effetto del credit crunch, che ha costretto le imprese a cercare nuove forme di finanziamento per riequilibrare il rapporto tra mezzi terzi e mezzi propri, ma anche degli incentivi legati all'Ace (l'Aiuto alla crescita economica). Un mix di fattori che sta gradualmente sfatando un luogo comune», dice l'amministratore delegato di K Finance Filippo Guicciardi. «In un momento di difficoltà d'accesso al credito - gli fa eco Barbara Lunghi, responsabile dei mercati per le Pmi di Borsa Italiana - le aziende hanno compreso che era necessario mettere "fieno in cascina" per rilanciarsi. Fino allo scorso anno si è trattato di una strategia difensiva legata a una situazione contingente, adesso si sta delineando sempre più come una prassi e auspichiamo che si consolidi ulteriormente per allinearsi agli altri Paesi europei».

A compiere questo passo sono state 22.552 imprese, pari al 72,4% del campione esaminato, che hanno aumentato l'equity di 42,6 miliardi. In quasi 9 mila (8.601 per la precisione) hanno invece visto diminuire il loro patrimonio netto di 21,6 miliardi. Il miglioramento dell'equity ha interessato 13 settori su 17 esaminati. In testa con un aumento del patrimonio netto del 55% è quello delle auto e della componentistica. Seguono il tur-

simo (+13%) e la salute (+8,1 per cento). Una performance che non stupisce perché si tratta degli stessi settori che in un ordine diverso erano saliti sul podio dell'attrattiva finanziaria calcolata sulla base dei ricavi, della redditività e della riduzione dell'indebitamento (si veda Il Sole 24 Ore del 18 gennaio scorso). La vera sorpresa è il commercio, che ha aumentato l'equity del 7,6% sulla scia del miglioramento dei consumi. Il patrimonio netto è invece in diminuzione in 4 settori: tlc, petrolio e gas naturale, media e utilities.

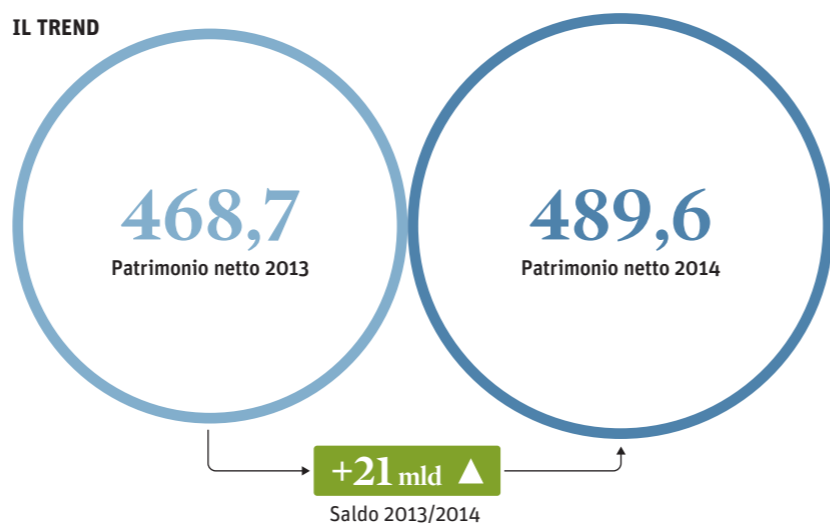
La tendenza resta circoscritta alle grandi imprese con un fatturato superiore ai 200 milioni. Insieme rappresentano il 2,3% appena del campione ma circa metà (9,9 miliardi) del patrimonio netto generato e opera loro. A muoversi sono però anche le aziende con ricavi tra 50 e 100 milioni che hanno aumentato l'equity di 3,6 miliardi contro gli 1,7 miliardi dell'anno precedente. Nelle retrovie restano quelle di più piccole dimensioni. «Una nuova conferma - rileva Guicciardi - della necessità di crescita dimensionale».

Tra le strade per avere spalle più larghe, oltre alla possibilità di reinvestire gli utili in azienda, ci sono anche l'aumento di capitale, il debutto in Borsa per raccogliere nuovi capitali e l'apertura della compagnia azionaria a un fondo di private equity, spesso combinati. Negli ultimi due anni le Pmi hanno ricominciato a guardare con interesse al mercato. Nel 2014 su 26 sbarchi in Borsa, infatti, ben 21 hanno riguardato Aim Italia, il segmento dedicato alle piccole e medie imprese. In totale la raccolta sui mercati di Borsa Italiana è stata di 2,87 miliardi. Il trend è proseguito anche nel 2015 con il record di ammissioni dal 2007, a quota 32 di cui 27 Ipo. Dieci ben 18 su Aim Italia per una raccolta complessiva su entrambi i mercati di oltre 5,7 miliardi. Il filo rosso che lega chi sceglie questa strada, spiega Lunghi, è «l'esigenza di finanziare la crescita». Nel 2016 finora sono quotate due società (Ferrari sul mercato principale ed Energas su Aim Italia), ma precisa la responsabile dei mercati per le Pmi «c'è una 4-5 in rampa di lancio per i prossimi mesi». Per aumentare ulteriormente il bacino delle quotazioni su Aim Italia, conclude Lunghi, «è necessaria una platea di investitori che sappiano guardare alla performance di lungo periodo in un segmento che è più al riparo dalle turbolenze legate alla situazione macroeconomica».

Un altro passo per rafforzare il patrimonio è rappresentato dal private equity, in particolare dal segmento «expansion». Nei primi sei mesi del 2015 sono 43 le società (rispetto a 40 di un anno prima) che hanno aperto le porte a un socio di minoranza con nuove risorse per 266 milioni. «Le imprese italiane - dice il dg dell'Aifi, Anna Gervasoni - sono ora disposte ad aprire il loro capitale per finanziare la crescita. Per consolidare il trend occorre incentivare gli investitori internazionali a scommettere sul nostro Paese».

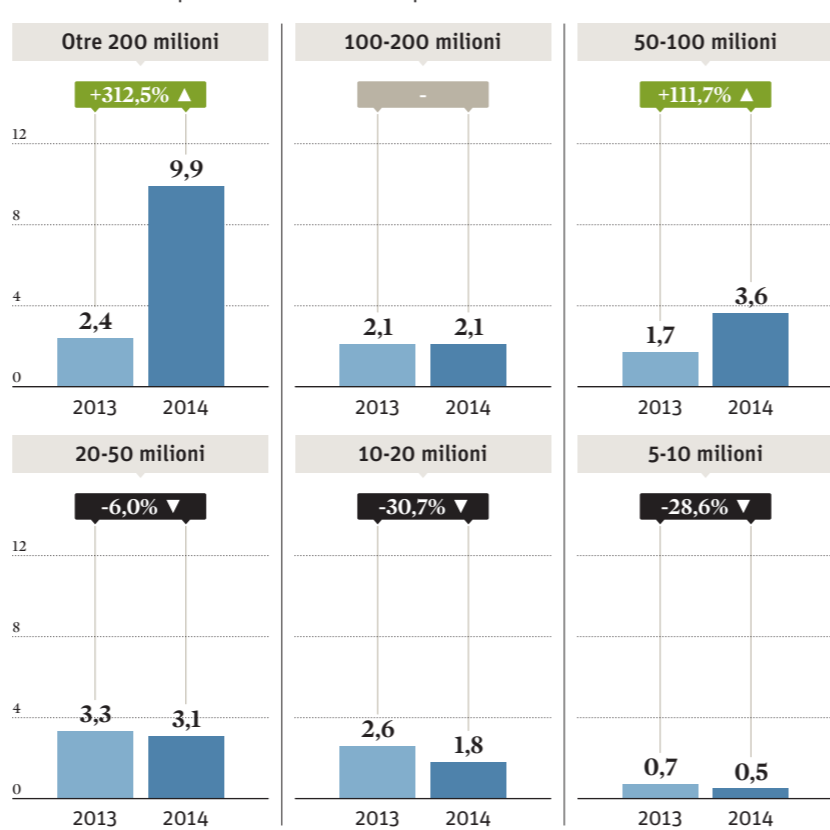
La fotografia

IL TREND



LA CLASSE DIMENSIONALE

La variazione del patrimonio netto per dimensione delle aziende. In miliardi di euro per classe di fatturato e rispetto al 2013



Fonte: K Finance su dati Aida Bureau Van Dijk

I casi. Le moto elettriche modenesi e l'amarone veneto sbarcate sul segmento dedicato alle Pmi

Spalle larghe per finanziare la crescita

«Il rafforzamento patrimoniale è essenziale per avere spalle più larghe e una maggiore credibilità nei confronti di tutti gli interlocutori: fornitori, partner, investitori, ma anche, di riflesso, con il canale bancario». A parlare è Livia Cevolini, amministratore delegato della start up modenese Energas Motor Company, che fa capo al gruppo Crp, attivo da 45 anni nel settore del motorsport e dell'aerospaziale. L'azienda è l'ultima approdata sul segmento Aim Italia di Borsa Italiana lo scorso 29 gennaio collezionando due primati: sul

classico raggio di azione nel venture capital come succede invece in altri Paesi del mondo». Il percorso è iniziato a metà del 2015 e la scelta è ricaduta sul listino dedicato alle Pmi. In fase di collocamento la società ha raccolto 5,3 milioni di euro. La produzione inizierà a marzo nel nuovo stabilimento nei pressi di Modena con l'obiettivo di arrivare quest'anno a 244 unità, più che raddoppiate nel 2017. In base al business plan i ricavi dovrebbero passare dai 0,2 milioni del 2015 a 6,5 nel 2016 e 17,6 nel 2017.

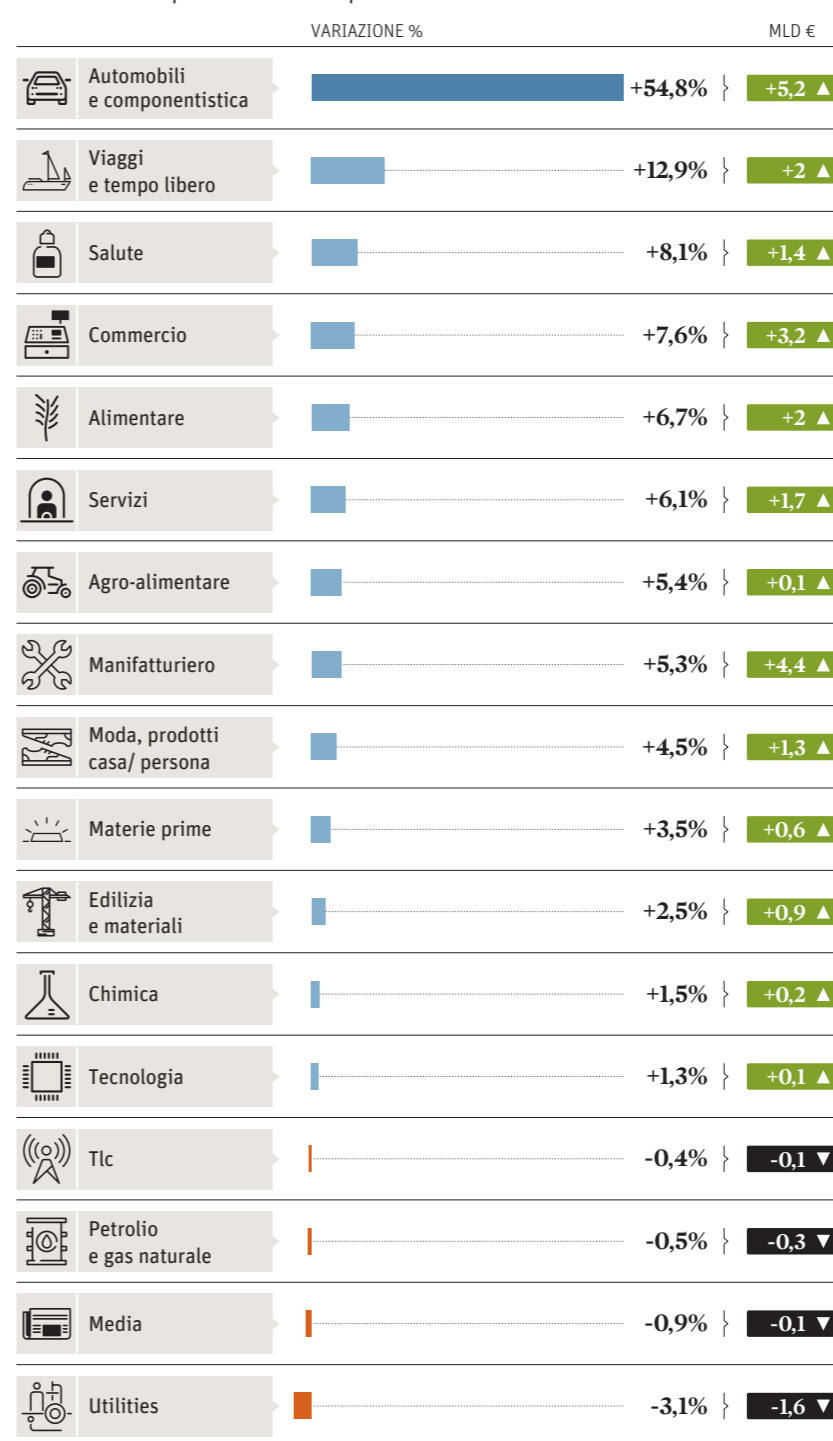
La veneta Masi agricola, conosciuta per l'amarone, ha invece proceduto per gradi. Nel 2006 ha aperto il 15% del suo capitale al fondo di private equity Alcedo. Poi è arrivata la partecipazione a Elite, il programma di Borsa Italiana per accelerare la crescita, a cui finora hanno partecipato circa 220 imprese nel nostro Paese. Infine, lo sbarco su Aim Italia nel giugno 2015. «La nostra azienda - spiega il consigliere delegato Federico Giroto - è sempre stata estremamente patrimonializzata, proprio per la struttura del nostro business. Abbiamo però sentito l'esigenza di crescere e

GLI EFFETTI

Energas Motor Company: «Più credibilità nei confronti degli interlocutori»
Masi Agricola: «Maggiore trasparenza»

I SETTORI

La variazione del patrimonio netto in percentuale e in valore assoluto in miliardi di euro



innovare non solo dal punto di vista del prodotto ma anche della struttura finanziaria. Elite è stata una palestra in questa direzione». Sul mercato è finito il 20% del capitale che ha consentito una raccolta di 30,6 milioni, un record per il segmento dedicato alle Pmi se si escludono quelle effettuate con le Spac (Special purpose acquisition company). «La famiglia Boscaini, al timone da sette generazioni - aggiunge Giroto - ha mantenuto la maggioranza, ma in questo modo stiamo finanziando la nostra crescita e abbiamo fatto passi avanti in direzione della trasparenza».

C.Bu.

LA PAROLA CHIAVE

Patrimonio netto

● Secondo la nozione contabile è la somma di capitale sociale, riserve di utili e riserve di capitale. Dal totale così determinato vanno sottratti i prelevamenti eseguiti dai soci durante l'esercizio. Il patrimonio netto è il dato fondamentale per il calcolo dell'Ace (aiuto per la crescita economica)

Gli strumenti. Le misure messe in campo negli ultimi anni per rendere più attraente l'aumento del patrimonio

Habitat fiscale più favorevole per l'equity

di Francesco Nobili

L'analisi del Sole 24 Ore sui bilanci 2014 mostra un incremento della patrimonializzazione delle imprese. Ciò non solo per richieste esterne (ad esempio del sistema bancario) ma anche per scelte dei soci sulla allocazione tra equity e debito, influenzate tra l'altro dalla variabile fiscale (si veda «Il Sole 24 Ore» del 18 gennaio 2016).

Le domande più frequenti sono: è in scadenza un prestito obbligazionario sottoscritto dai soci, come si può rifinanziare l'impresa? È opportuno che continui a essere finanziata dai soci con finanziamenti infruttiferi? Ci si chiede quali siano le principali differenze di carattere fiscale tra la situazione del 2014 e quella attuale.

L'introduzione, nel 2011, della

disciplina Ace (Aiuto alla Crescita Economica) ha reso più attraente la patrimonializzazione delle imprese. Infatti, sugli incrementi netti di equity è consentita la deduzione dal reddito imponibile di un importo corrispondente al rendimento nozionale, che, per il 2014 e per il 2015 era, rispettivamente, del 4% e del 4,5%, mentre per il 2016 è del 4,75% (la percentuale per il 2017 non è stata ancora stabilita). Ad esempio, se l'incremento del 2014 era di milione di euro, la deduzione dal reddito imponibile era di 40 mila euro (1 milione x 4%) e la minore imposta Ires era di 11 mila euro (40.000 x 27,5%). A parità di incremento, la deduzione dal reddito imponibile 2016 sarebbe di 47.500 euro (1 milione x 4,75%) e la minore imposta sarebbe di 13.062 Euro (47.500 x

27,5%). Quindi la disciplina Ace è attualmente più favorevole rispetto al 2014. È anche prevista una super Ace che riconosce una maggiorazione del 40% degli incrementi del capitale investito per le società che si quotano, ancora subordinata all'approvazione comunitaria.

Registra sul fronte del debito si apre un'importante novità positiva rispetto al 2014. Per effetto delle disposizioni contenute nel Dlgs 147/2015, gli interessi passivi sui prestiti obbligazionari sono deducibili anche se, al momento dell'emissione, il tasso di interesse è superiore al Tur aumentato di 2/3 (per le obbligazioni quotate il limite era il doppio del Tur). Rimane invariato il limite alla deducibilità degli interessi passivi (di cui all'art. 96, Tuir, per soggetti Ires), penaliz-

zante per le imprese poco redditizie: gli interessi passivi sono deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati, mentre l'eccedenza è deducibile nel limite del 30% del Rol (Risultato operativo lordo).

Novità sono intervenute anche per quanto riguarda la fiscalità dei soggetti che immettono mezzi finanziari (equity o debito) nell'impresa. Infatti, a decorrere dal 1° luglio 2014, è aumentata l'aliquota di tassazione dei redditi da risparmio, con la conseguenza che gli interessi sui prestiti obbligazionari e i dividendi da partecipazioni non qualificate percepiti da persone fisiche scontano un'imposizione a titolo definitivo del 26% e non più del 20%. Quest'ultima modifica non ha toccato invece gli interessi sui finanziamenti e dividendi

da partecipazioni qualificate percepiti da persone fisiche. I primi concorrono alla formazione del reddito imponibile e sono assoggettati ad aliquota progressiva Irpef (l'aliquota Irpef massima, senza tener conto di addizionali, è del 43%, quindi sensibilmente superiore al 26%). I dividendi da partecipazioni qualificate sono imponibili al 49,72%, con un carico fiscale, ipotizzando l'applicazione dell'aliquota Irpef massima del 43% (senza tener conto delle addizionali), del 21,5% circa, quindi inferiore al 26 per cento.

Emerge, in definitiva, uno scenario fiscale che non penalizza più l'equity rispetto al debito e che favorisce una maggiore patrimonializzazione delle imprese (anche con il reinvestimento degli utili in azienda), con evi-

GLI STRUMENTI

ACE

■ Aiuto alla crescita economica introdotto nel 2011 (D.L. Salva Italia del 6 dicembre 2011 convertito nella legge n.214 del 2011). La misura ha reso più equilibrato il trattamento fiscale tra capitale proprio e capitale di debito

SUPER-ACE

■ Introdotta nel 2014 (legge 11 agosto 2014 n. 116) riconosce una maggiorazione del 40% degli incrementi del capitale investito per le società che si quotano, ancora subordinata all'approvazione comunitaria

INTERESSI PASSIVI

■ Novità sulla deducibilità degli interessi passivi sui prestiti obbligazionari con il Dlgs 147/2015

denti benefici per l'intero sistema. In questa prospettiva, le opzioni fornite dalla normativa e dalla prassi sono numerose e, ad esempio, ricomprendono: aumenti di capitale con emissione di azioni ordinarie e/o di categorie speciali di azioni nell'attribuzione del diritto di voto e/o di un privilegio patrimoniale; versamenti soci in conto capitale; emissione di strumenti finanziari partecipativi con diritti di carattere patrimoniale e/o amministrativo, con esclusione però del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti (art. 2346, comma 6, Codice civile).

Una corretta combinazione degli strumenti può risultare utile anche per consentire la crescita e il passaggio generazionale dell'impresa: ad esempio, agli eredi meno coinvolti nella gestione vengono attribuite azioni con voto limitato ma privilegiate nella distribuzione dell'utile.

L'ANALISI

Stefano Manzocchi

La prossima scommessa è rilanciare gli investimenti

► Continua da pagina 1

L'alleggerimento forzato delle posizioni debitorie delle imprese dopo gli aumenti degli spread e il credit crunch che nel 2011 si è riproposto nei paesi periferici in Europa, hanno mutato gli incentivi e i comportamenti finanziari delle imprese nella direzione di un maggior ricorso ad alternative rispetto alla tradizionale leva dell'indebitamento bancario. Quest'ultimo rimane di gran lunga, intendiamoci, la principale fonte esterna di finanziamento ordinario e degli investimenti per le aziende italiane, ma qualcosa sta appunto cambiando come ha dimostrato ad esempio il discreto successo dei minibond anche grazie all'intervento del Fondo di garanzia. La stessa situazione corrente dei mercati finanziari, con rendimenti negativi per molti asset classici in presenza di una enorme massa di liquidità, suggerisce come alternativa l'investimento diretto in aziende dalle prospettive di mercato interessanti.

La sperimentazione di canali alternativi di finanziamento e la ricerca di occasioni interessanti di rendimento hanno contribuito ad un aumento della capitalizzazione media delle imprese italiane nel 2013 ed ancor più nel 2014, come suggerisce la ricerca di K Finance presentata in queste pagine. Rafforzare il capitale dell'impresa è di questi tempi la strategia migliore di resistenza e di espansione aziendale. La tenacia degli imprenditori nell'autofinanziare una quota rilevante degli investimenti produttivi - scommessa fatta anche ricorrendo al patrimonio personale - e la ricerca di capitali freschi da immettere nel perimetro aziendale, significano fiducia nel loro business. Il credito resta fondamentale per le imprese, ma solo a condizione che gli imprenditori credano nel futuro dei loro prodotti e della loro organizzazione del lavoro. Le nostre aziende industriali e di servizi, specie quelle esportatrici, sono il nostro giacimento d'oro e la fiducia che in esse ripongono coloro che le hanno costruite, gestiscono e vi investono, rappresenta a tutti gli effetti un atto di speranza per il Paese.

In presenza di una leva debitoria in prospettiva più bassa, anche se da circa un anno la Bce segnala una inversione di tendenza nella velocità del deleveraging dai livelli di indebitamento precisi, il flusso di risorse aggiuntive deve contribuire ad affrontare le debolezze strutturali che permangono nel nostro sistema produttivo: dimensione insufficiente delle imprese, poca innovazione, carenza di asset immateriali, collocazione spesso debole nelle catene globali del valore e della distribuzione. Il punto cruciale, dunque, è che l'aumento del patrimonio netto si accompagni alla crescita degli investimenti delle imprese, sia quelli materiali sia quelli immateriali e in risorse umane. Solo così il perdurante ritardo della nostra economia in termini di aumento della produttività complessiva dei fattori potrà essere colmato, e solo così le imprese italiane potranno nel tempo garantire redditi elevati ai lavoratori e agli azionisti.

smanzocchi@luiss.it