

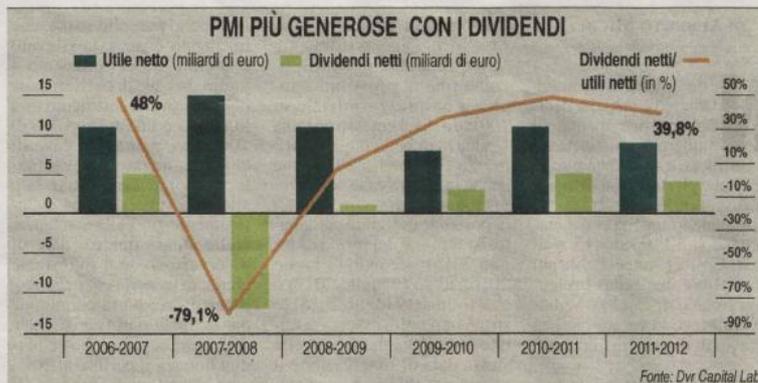
DAL 2008 IL RAPPORTO TRA CAPEX E FATTURATO DELLE PMI ITALIANE È SCESO DEL 6,5%

In 4 anni investiti 30 mln in meno

Lo calcola una ricerca targata **Dvr Capital Lab**, che mostra anche che una bella fetta degli utili netti continua a essere pagata come dividendo agli azionisti. Sempre più urgenti, dunque, misure di incentivo alla ricapitalizzazione delle imprese

DI STEFANIA PEVERARO

In attesa che il governo pubblichi le nuove norme in tema di supporto allo sviluppo delle imprese e agli investimenti, una ricerca dettagliata sui bilanci di oltre 24 mila aziende italiane, targata **Dvr Capital Lab** e firmata da **Carlo Daveri** e **Marco Giorgino**, rispettivamente fondatore della boutique di consulenza Dvr Capital e ordinario di finanza aziendale al Politecnico di Milano, dimostra numeri alla mano perché sia così urgente che le piccole e medie imprese italiane debbano lavorare per incrementare l'equity e per cambiare la propria struttura del debito. Un risultato per tutti: l'analisi del rapporto tra le spese in conto capitale (capex) e il fatturato negli ultimi anni mostra che c'è stata una netta decrescita degli investimenti: nel 2012 il loro valore complessivo è stato di oltre 30 miliardi di euro inferiore rispetto al 2008. Se rapportati al fatturato, si vede come questi siano diminuiti di oltre 6,5 punti percentuali. D'altra parte una bella fetta degli utili invece di essere reinvestita, negli anni è stata pagata come dividendo agli azionisti. Con i dati a disposizione è stato possibile calcolare una proxy del valore dei dividendi al netto degli aumenti di capitale: negli anni dal 2010 al 2012 la media dei valori dei dividendi netti ha raggiunto il 42% sull'utile netto sommato degli ultimi tre anni. Analizzando i dati della ricerca con una diversa prospettiva, è stato sviluppato il grafico che mostra nell'intero arco temporale coperto dai due trienni quale sia stato l'andamento dei valori dei dividendi netti distribuiti ogni anno in rapporto



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Dvr Capital Lab

all'utile netto dell'anno precedente. Dal grafico in pagina è evidente come il 2008 sia stato un anno con significativi aumenti di capitale, mentre il 2009 risulta aver registrato cifre di dividendi netti distribuiti poco elevate. Negli anni successivi i valori dei dividendi netti distribuiti si sono mantenuti o piuttosto simili al 2009 o maggiori al 40% dell'utile netto dell'anno precedente. «Per cogliere le rilevanti sfide competitive», scrivono Daveri e Giorgino, «le imprese devono rafforzare il proprio livello di solidità patrimoniale e in questo colmare, senza più attendere, un ormai insostenibile equity gap. Al tempo stesso devono aumentare la duration dei propri debiti, andando a emettere strumenti mobiliari di medio-lungo periodo sui mercati. Le emissioni obbligazionarie devono in questo contesto rappresentare un'alternativa percorribile; in particolare per le pmi potrebbe essere rilevante l'utilizzo di mini bond finanziati da investitori istituzionali e sottoscritti da fondi chiusi. Proprio i fondi

chiusi, e tra questi anche quelli di private equity, possono rappresentare una soluzione per l'ottenimento a livello macro e microeconomico di un utilizzo più equilibrato delle risorse di debito ed equity». Come noto, i tecnici del ministero dell'Economia, ministero dello Sviluppo Economico e Banca d'Italia stanno lavorando da settimane proprio a una serie di norme che andranno in questa direzione, integrando e a volte modificando quelle già introdotte nell'ultimo paio d'anni. Si parla per esempio di potenziamento dello strumento della garanzia pubblica, anche valutando iniziative insieme alla Banca europea per gli investimenti (Bei), di incentivi alla ricapitalizzazione delle imprese e allo sviluppo di fondi di credito. C'è anche poi l'idea di eliminare la ritenuta d'acconto per i private placement e per aumentare la deducibilità degli interessi passivi. Infine allo studio c'è la cosiddetta «super-Ace» (l'Aiuto alla crescita economica introdotto dal decreto Salva-Italia) per le aziende che

deliberano aumenti di capitale da sottoscrivere tramite quotazione in borsa. Un'altra idea è sostenere anche le aziende che non fanno utili e quindi confezionare un incentivo simile all'Ace ma che vada a incidere sulla base imponibile Irap e non su quella Ires. Tornando alla situazione patrimoniale delle pmi italiane fotografata dallo studio di Daveri e Giorgino, negli anni il leverage, cioè il rapporto tra mezzi propri e indebitamento, si è mantenuto sempre piuttosto elevato, con cifre superiori a 3. Questa cifra indica il fatto che non più del 25% del totale attivo è finanziato con mezzi propri. Si ottiene così una misura significativa della dipendenza delle aziende dai finanziatori esterni. La buona notizia è che dal 2006 è iniziato un trend a ribasso che ha segnato il passaggio da un leverage con cifre vicine ai 5 a valori intorno a 3. La notizia, però, che di primo acchito pare positiva, va osservata considerando anche il fatto che da un lato il rapporto di indebitamento si può essere ridotto per una precisa scelta da parte della società ma che dall'altro la riduzione può essere avvenuta per la mancata elargizione di credito da parte del mercato. In questo senso, possiamo leggere le cifre sopra analizzate come rappresentative di una difficoltà nel reperire fondi finanziari. Per quanto riguarda gli oneri finanziari si vede come questi siano sempre stati in crescita negli anni rilevati per lo studio. La crisi ha senza dubbio segnato in modo molto incisivo il loro andamento. Nel periodo successivo al 2009 questa tendenza si è radicalmente modificata. Gli interessi pagati oggi alle banche o al mercato obbligazionario sono particolarmente elevati e corrispondono circa al 7%, cioè circa 10 miliardi di euro. (riproduzione riservata)