

CARE IMPRESE, NON VENDETE E CRESCETE

Torna la tentazione di cedere come negli anni '70, ma i rimedi ci sono. Di **Ferruccio de Bortoli, Daniele Manca, Nicola Rossi e Stefano Caselli**

2, 4, 10

La tentazione di tirare i remi in barca anziché investire è tornata forte fra le piccole e medie imprese. Chi vuole cedere trova acquirenti e incassa tanto. Ma un rimedio c'è: rafforzare gli strumenti patrimoniali alternativi alle banche

AZIENDE AL BIVIO CHI LE AIUTA?



di **Ferruccio de Bortoli**

Crescere o vendere? In questo periodo così tormentato, per usare un eufemismo, dell'economia italiana, è tornato di stringente attualità il classico dilemma della piccola e media impresa. Sembra di rivivere gli anni Settanta quando ruspanti ma genuini titolari di azienda minacciavano di lasciare l'Italia per timore del comunismo e dello strapotere sindacale. Oggi non più giovani reduci di quel periodo ne parlano con eccessiva nostalgia. Si stava meglio quando si stava peggio, si potrebbe dire parafrasando una celebre frase di Indro Montanelli. È un tic italiano: il passato ha sempre i colori del rimpianto.

Ma la realtà che sta sotto gli occhi di molti imprenditori — anche di quelli che sostengono e votano Lega — è preoccupante, tanto per impiegare un secondo eufemismo. Il comunismo non c'è più (quello italiano, per la verità, aveva un profondo rispetto della fabbrica e di chi il lavoro lo creava), l'avventurismo anti sistema è invece pratica quotidiana di governo.

Il mercato delle occasioni

Lo stato d'animo di tanti protagonisti del made in Italy oscilla tra la determinazione di crescere, internazionalizzarsi, accettare di aprire il capitale a terzi per finanziare l'innovazione, e la tentazione di tirare i remi in barca. Quest'ultima alternativa è favorita da una congiuntura che deprime i titoli in Borsa ma accresce i multipli riconosciuti in operazioni di vendita private.

Il Fisco fa la sua parte: si paga il 10 per cento sulle plusvalenze contro il 26 per cento dei capital gain. L'interesse di molti investitori, grandi fondi, società di private equity, ha elevato i multipli. Molto al di sopra di quelli riconosciuti sul mercato azionario. L'eccesso di liquidità, favorito dai tassi bassi, incoraggia le offerte. L'Italia è ritenuta tutta a sconto.

E gli stessi stranieri che temono il contagio italiano sui mercati, ritengono sia imprudente investire direttamente nel nostro Paese, non disdegnano di inseguire le tante occasioni del mercato, magari attraverso loro controllate o partecipate. Uno dei tanti paradossi di questa stagione. All'estero contiamo poco o nulla ma siamo una giungla, proprio così, di opportunità. Ambite, in particolare, le aziende leader mondiali in segmenti, anche minuscoli, dell'industria manifatturiera.

Chi vende e chi compra. Secondo il rapporto Kpmg sulle operazioni di *merger & acquisition*, si è raggiunto nel 2018 un controvalore di 91,4 miliardi. Contro i 46 dell'anno precedente. In totale 882 contratti di passaggio di proprietà. Ma occorre dire che il dato è influenzato da due grandi operazioni, annunciate nel 2017 (Luxottica-Essilor e Atlantia-Abertis) e concluse nei mesi scorsi. Da sole ne valgono 42. Le acquisizioni estere di società italiane sono state 166 per 57 miliardi. Sostanzialmente in linea con il 2017 (159). Quelle di operatori esteri in Italia hanno interessato 278 realtà aziendali per un controvalore, leggermente inferiore all'anno precedente, di 18,4 miliardi.

Ma il dato più sorprendente è un altro. E riguarda il ruolo del

private equity. Conclusi 110 passaggi (erano 87 l'anno prima) per un controvalore di 12 miliardi. Metà dall'estero. Il più rilevante: Cvc Capital Partners che ha acquistato Recordati. Anno d'oro per il settore. Come emerge dall'analisi Pitchbook 2018.

L'impennata dei prezzi

L'interesse dei fondi influisce sui prezzi. Equinox, il fondo creato da Salvatore Mancuso, ha investito 52 milioni di euro nella manifattura Valcismon di Fonzaso (Belluno), specializzata nell'abbigliamento di alta gamma per il ciclismo. Il multiplo rispetto all'Ebitda è di 13-14 volte. Un marchio celebre, come il trevigiano Pinarello, è passato al fondo londinese L Catterton per una cinquantina di milioni e un multiplo simile che probabilmente mai la Borsa riconoscerebbe. A questi prezzi la tentazione di vendere può diventare irresistibile.

In un clima d'incertezza come quello attuale sarebbe opportuno rafforzare, e non indebolire, gli strumenti per la crescita patrimoniale delle aziende alternativi al canale bancario. Negli ultimi anni, l'Italia ha sperimentato molto. Stefa-

gonfiato, com'era prevedibile, i titoli delle poche piccole e medie imprese quotate e soddisfatto più i gestori, con commissioni robuste, che i risparmiatori. Lo strumento è comunque valido. Necessita di regole più chiare.

Spac, Eltif e Miv

Utile anche l'esperienza delle spac (*special purpose acquisition company*), una specie di scorciatoia per portare direttamente in Borsa le società ma usata più per sistemare situazioni debitorie che per finanziare la crescita. «Il dibattito, anche a livello europeo — spiega Fabrizio Pagani, capo globale delle strategie di Muzinich — è quello di offrire garanzie sufficienti agli investitori e ai risparmiatori che scelgono aziende non quotate». Da poco in Italia sono stati autorizzati gli Eltif (*European long-term investment fund*) fondi che investono fino al 70 per cento nell'economia reale, il cui scopo è quello di portare anche le famiglie a investire su prodotti illiquidi, riducendo di molto la volatilità. Pagani sostiene che l'esperienza di strumenti, come quello del segmento Miv della Borsa, ovvero il mercato dei veicoli di investimento, sia promettente. «Bisogna trovare meccanismi per dare liquidità a quei mercati come è accaduto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna».

Negli indici internazionali di competitività l'Italia è penalizzata anche per l'arretratezza del suo sistema finanziario. «Noi affianchiamo imprenditori che non

no Firpo, in uscita (purtroppo) dal ministero per lo Sviluppo economico, ha ricordato nei giorni scorsi, in un incontro organizzato a Milano dal fondo americano Muzinich la normativa sull'*equity crowdfunding*, il finanziamento attraverso piattaforme online, l'affinamento di strumenti quali il *private debt*, il credito offerto da fondi privati, il *direct lending*, i prestiti diretti. Il rodaggio non è semplice. Per esempio sui minibond.

Carmin Di Noia, della Consob, nella stessa occasione, ha sottolineato come siano assurde le disposizioni che impongono, per esempio, alla concessionaria auto Brandini (da poco sull'Extra Mot Pro con un minibond da 300 mila euro) di osservare gli stessi obblighi informativi di Tim.

Il nocciolo della questione è poi quello di convogliare risparmio privato sulle imprese che investono e creano lavoro. Un circuito essenziale per l'economia italiana. Ma c'è il rischio per l'investitore non professionale di finire nella trappola della illiquidità. L'esperienza dei Pir (Piani individuali di risparmio) ha

vogliono diventare prede — dice Simone Stocchi, managing partner di Electa —. Se per farlo bisogna liquidare soci inerti, sostituendoli con azionisti di mercato più stimolanti, ben venga. Ci sono più risorse per crescere, innovare. Ma anche nuovi stimoli, traguardi, sfide».

«Una delle ragioni delle elevate quotazioni delle piccole e medie imprese italiane — dice Orlando Barucci, partner di Vita-le&Co — è che molte di queste sono fortissime nei prodotti intermedi, in particolare nell'alimentare e nella meccanica fine, dunque non sono direttamente attaccabili dall'e-commerce. In più gli italiani sono bravissimi nell'applicare con intelligenza le nuove tecnologie. La finanza alternativa ai canali bancari può aiutare i veri imprenditori a diventare ancora più competitivi, a fare acquisizioni anziché pensare a cedere le aziende, a diventare *rentier*. Gli investimenti con capitale di rischio vanno incentivati. Meglio e subito».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I numeri

166

Le acquisizioni estere di società italiane nel 2018, per un valore di 57 miliardi. Erano 159 nel 2017

110

Le operazioni con fondi di private equity in Italia nel 2018, per un controvalore di 12 miliardi

6

I Paesi della classifica Fortune 500 che detengono il 75% del fatturato delle aziende mondiali

