

Commenti

Il sogno italiano di valorizzare le Pmi eccellenti

Sostenere la ripresa / 1

Simone Strocchi

Negli Stati Uniti stiamo assistendo a una effervescente proliferazione di Spac: oltre 80 miliardi di dollari è l'attuale potenza di fuoco complessiva di questi veicoli a caccia di società cui proporre accesso al Nasdaq. Ci si domanda se questa montagna di dollari in simultanea ricerca di imprese *target* non sia ridondante e conseguentemente, in qualche modo, possa essere indirizzata anche su società italiane, aprendo una strada per la quotazione del Made in Italy sui listini borsistici statunitensi e sottraendo qualche eccellenza imprenditoriale autoctona da prospettive di quotazione in Italia. Il teorema di chi sviluppa prospettive di facile accessibilità di capitali dai mercati nordamericani appare rinforzato dalla constatazione che l'impennata di Spac statunitensi si configura contestualmente alla rarefazione delle Spac italiane, che hanno conosciuto un eccesso di raccolta nel 2017-18, a cui è seguita una stagione di diffusi insuccessi nell'identificazione di *target* ed esecuzione di *business combination* nel biennio 2019-20, mettendo in crisi, a mio avviso frettolosamente, il modello nazionale "tradizionale". Ma è noto, siamo un popolo di estero-fili e lo scenario che contempla l'americanizzazione delle nostre Pmi sembra eccitare la fantasia di molti. Tuttavia, penso che le Spac americane possano efficacemente concentrarsi su società italiane (ed europee) solo ed esclusivamente con determinate premesse e circostanze. In questo senso mi limito a formulare due considerazioni. La prima è banalmente economica: le diluizioni generalmente proposte dai meccanismi delle Spac americane sono molto più forti rispetto a quelle più morbide proposte nelle formule italiane (già soggette a critiche feroci), per cui, salvo operazioni totalitarie, non appaiono facilmente digeribili in Italia, se non abbinate a riconoscimenti di premio molto significativo sulla valutazione dei *target*. La seconda considerazione è più tecnica: la fusione transoceanica tra Spac americana e *target* italiano è un processo da inquadrare con attenzione a svariate normative civilistiche e fiscali tale per cui non sono mai operazioni banali e di semplice esecuzione. Alla luce di questi elementi, l'effettiva applicazione delle Spac statunitensi su Pmi italiane appare oggettivamente più limitato. La mia convinzione è che le Spac *made in Usa* potrebbero essere competitive in Italia e in Europa se proposte come *holding* di consolidamento di società attive in Paesi diversi, oppure per realizzare operazioni su *target* attivi in settori o progetti in fase di sviluppo difficili da valutare in Europa, che invece in Nord America hanno un'appetibilità maggiore, come ad esempio nel caso delle *tech company*, dell'*entertainment* o del *biotech*. Ridimensionato il "sogno americano", possiamo però trovare conforto nel fatto che, in Italia, le Spac nella loro essenziale funzione di apporto di capitali e accesso al listino non sono sparite e, anzi, si sono evolute. Spiccano infatti *format* avanzati come le *prebooking company* "Ipo Challenger" e le "spac in cloud" con *cornerstone investor*, supportate da un ecosistema di investitori che si è arricchito di Eltif e, più in generale, di capitali stimolati dai Pir. Da operatori antesignani e promotori di questi

modelli evoluti di indubbio successo, siamo convinti che le nuove formule evolute di *prebooking* italiane, che hanno superato le inefficienze delle Spac tradizionali, ben si prestano a sostenere le nostre Pmi eccellenti, accompagnandole alla quotazione e supportandole nei progetti di sviluppo sui mercati. Come il nostro ecosistema è in condizione di sostenere investimenti per centinaia di milioni di euro in un'ulteriore selezione di imprese virtuose. Ecco perché è il momento di supportare questi modelli evoluti di autentica finanza industriale da espandere e sostenere in termini sistemici. Ringraziamo il richiamo del mercato americano per aver rilanciato la curiosità dei media sullo strumento Spac e non ci sottrarremo dall'indirizzare, ed eventualmente assistere, imprese nazionali che, per settore industriale e fase di sviluppo, risultino più attinenti a un appetito di investitori nordamericani; ma per tutto il resto, per le nostre Pmi eccellenti, riteniamo che l'Italia abbia già gli strumenti, le competenze e i capitali per essere vincente. Troppe volte dimentichiamo che esiste un "sogno italiano": lo possiamo realizzare e condividere a casa nostra, dove ci sono risparmi privati ingenti e realtà imprenditoriali con potenzialità di crescita importante; quelle realtà che selezioniamo e riusciamo a sostenere investendo in leva di competenze con formule di finanza industriale, aiutandole a esprimersi, valorizzarsi e quotarsi in Italia e rifiutando il teorema che l'eccellenza italiana per essere riconosciuta debba per forza sognare di essere preda di capitali e *player* stranieri.

Managing partner Electa

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Quella asimmetria da superare tra banche e imprese

Sostenere la ripresa / 2

Andrea Bonechi

L'emergenza sanitaria e i provvedimenti drastici che ne sono conseguiti hanno moltiplicato le esigenze delle imprese di avviare processi di ristrutturazione, di razionalizzazione, di aggregazione, di ricapitalizzazione. Operazioni che, per condurre a scelte corrette, presuppongono la conoscenza del valore d'impresa. Spesso i valori sono tratti da multipli (di Borsa o di transazioni comparabili), ma in periodi di crisi i multipli di transazioni realizzate nel passato sono espressivi di parametri riferiti a contesti differenti, mentre i multipli di Borsa risultano svuotati di significato economico per il venir meno del nesso causale fra prezzi e quantità poste a denominatore del multiplo (risultati 2019 non espressivi del nuovo contesto, risultati 2020 non espressivi di una normale capacità di reddito, risultati 2021 troppo incerti). Eppure i multipli affascinano imprenditori e manager perché il loro pregio consiste nell'essere semplici e veloci nel fornire un'indicazione di valore, ma il loro difetto consiste nel fornire in fasi di crisi falsi segnali se non supportati da un'adeguata analisi fondamentale. Ma cosa sono i fondamentali? I fondamentali altro non sono che le determinanti della capacità di reddito, delle prospettive di crescita e dei profili di rischio dell'impresa e che in gergo vengono definiti *driver* del valore. Necessariamente i fondamentali variano da impresa a impresa. Un esempio? Due imprese - una con un portafoglio clienti molto concentrato e l'altra con un portafoglio clienti più omogeneamente distribuito, ma eguali sotto tutti gli altri profili - non possono avere lo stesso valore. Eppure, i multipli così come altre tecniche di valutazione se prive di adeguata analisi fondamentale (quali il Dcf, *Discount cash flow*), non avrebbero mai colto la differenza. Vi è dunque la necessità di uno sforzo straordinario di selezione delle imprese sfortunate (realmente risanabili) e delle imprese in declino senza prospettive di ristrutturazione. Lo sforzo deve fondarsi su un'analisi fondamentale e su una valutazione d'azienda in grado di guadagnare la disponibilità delle banche e più in generale del sistema finanziario, a favore della *restructuring* delle imprese realmente risanabili. È dunque necessario che si rinnovi la relazione tra Valore e Credito e, tenuto conto che le misure di sostegno intraprese dal governo hanno individuato le banche quali veicolo di moltiplicazione della liquidità nel sistema, l'attenzione si sofferma sul ruolo centrale che espone il sistema bancario a possibili trasmissioni dello shock della crisi di liquidità, con le inevitabili tensioni sia sui bilanci delle banche e sui rapporti banca-impresa. La disamina della situazione strutturale del sistema bancario, letta con le lenti di ingrandimento della prospettiva post-pandemica, va declinata nella qualità degli attivi patrimoniali. La considerazione per cui, per soddisfare le esigenze di liquidità originate dalla crisi, si generi un aumento rilevante del tasso di insolvenza e con esso il deterioramento "strutturale" degli attivi bancari, unitamente alla "leggerezza" dei fondamentali di un sistema economico di fronte a un evento globale e imprevedibile, offre per osmosi letteraria un quadro

di "insostenibile leggerezza strutturale": è plausibile renderla "sostenibile"? Ciò che può variare radicalmente la prospettiva è il valore reale sottostante a ciò che genera quegli attivi. Il merito di credito dovrà dunque volgere alla più ampia considerazione di aspetti "valorosi" dell'impresa, aggettivo accattivante voluto e non casuale, ovvero valori non espressi direttamente dai dati contabili e neppure extra contabili, bensì espressione della elaborazione degli stessi e di tutto il set di informazioni che la banca ha e può acquisire, intelligentemente incrociato con il set di informazioni a disposizione dell'imprenditore. Ma "valoroso" anche perché coraggio, provate capacità, efficacia (tre dei significati più accreditati dell'aggettivo) dovranno permeare l'auspicata revisione innovativa. La prospettiva di un incremento di crediti deteriorati (*non performing loans*, o Npl) quanto rischierebbe di determinare una restrizione della offerta di credito? Le evidenze disponibili presso la Banca d'Italia suggeriscono che una parte non trascurabile degli Npl concessi a imprese in difficoltà tornano *in bonis* dopo qualche tempo, segno inconfutabile che una parte non trascurabile delle aziende possiede valori sostanziali non adeguatamente stimati.

Se vogliamo credere che il sistema bancario possa sostenere la ripresa occorre anche credere che esso sia capace di procedere nella gestione futura degli Npl, quelli che si genereranno dalla attuale crisi da pandemia, secondo le direttrici indicate anche da Paolo Angelini, capo del dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, in un suo scritto del tutto condivisibile: buone politiche di vigilanza in materia di Npl dovrebbero indurre le banche a massimizzare tale quota di

aziende che tornano *in bonis*, non a sbarazzarsi degli Npl a tutti i costi. Il sistema bancario può ben accettare l'errore di previsione (a posteriori): se il lavoro di valutazione sarà stato complessivamente ben fatto, peserà certo meno delle perdite da cessione degli Npl. Occorre colmare l'asimmetria informativa fra banche e imprese, prima che intervengano segnali di crisi irreversibile, quando gli interessi di azionisti e di creditori sono ancora allineati. Il travaso di informazioni dalle banche all'impresa e dall'impresa alle banche costituisce la via attraverso la quale affrontare un consapevole percorso virtuoso di valutazione e deve essere realizzato da professionisti indipendenti in grado di incrociare le informazioni (di natura privata) delle imprese e le informazioni di settore (riservate) a disposizione degli istituti di credito, raccogliendo la fiducia delle banche e dell'impresa per i requisiti di indipendenza assoluta, comportamenti deontologicamente ineccepibili e competenze tecniche adeguate alla rappresentazione dei fondamentali dell'impresa attraverso una stima affidabile del valore del suo attivo. Proprio qui si determina la capacità del sistema bancario di sostenere la ripresa economica che tutti si attendono allorché gli effetti della pandemia saranno superabili, consoci che le difficoltà che conseguissero per le imprese nell'accedere al credito bancario potrebbero inasprire la fase recessiva anziché sostenere la ripresa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il Sole 24 ORE

DIRETTORE RESPONSABILE

Fabio Tamburini

VICE-DIRETTORI

Roberto Bernabè

Jean Marie Del Bo

Alberto Orioli

CAPOREDATTORE CENTRALE

Roberto Iotti

CAPO DELLA REDAZIONE ROMANA

Gioele Santilli

UFFICIO CENTRALE

Riccardo Barlaam,

Fabio Carducci (vice Roma),

Balduino Ceppetelli,

Giuseppe Chiellino, Laura Di Pillo,

Mauro Meazza (segretario di redazione),

Federico Momoli, Alfredo Sessa

LUNEDÌ

Marco Mariani

Franca Deponti (vice caporedattore)

UFFICIO GRAFICO CENTRALE

Adriano Attus (creative director)

Francesco Narracci (art director)

RESPONSABILI DI SETTORE

Marco Alfieri (Online)

Luca De Biase (Nòv24)

Maria Carla De Cesari (Norme & Tributi)

Marco Ferrando (Finanza & Mercati)

Attilio Geroni (Economia e politica

internazionale)

Alberto Grassani (Imprese & Territori)

Lello Naso (Rapporti)

Christian Martino (Plus24)

Francesca Padula (Moda24)

Stefano Salis (Commenti)

Marco Carminati (Domenica)

Giovanni Uggeri (Food24)

SOCIAL MEDIA EDITOR

Michela Finizio,

Marco lo Conte (coordinatore)

Vito Lops

GRUPPO 24 ORE

PROPRIETARIO ED EDITORE

Il Sole 24 ORE S.p.A.

PRESIDENTE

Edoardo Garrone

VICE PRESIDENTE

Carlo Brigante

AMMINISTRATORE DELEGATO

Giuseppe Cerbone

SEDE LEGALE - DIREZIONE E REDAZIONE

Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano

Tel. 02.3022.1 - Fax 02.3510.862

AMMINISTRAZIONE

Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano

Tel. 02.3022.1 - Fax 02.3022.6390

e-mail: letteratsole@isole24ore.com

REDAZIONE DI ROMA

Piazza dell'Indipendenza 23b/c - 00185

Tel. 06.3022.1 - Fax 06.3022.6390

e-mail: segreteria@isole24ore.com

PUBBLICITÀ

Il Sole 24 ORE S.p.A. - SYSTEM

DIREZIONE E AMMINISTRAZIONE

Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano

Tel. 02.3022.1 - Fax 02.3022.214

e-mail: segreteria@isole24ore.com

© Copyright Il Sole 24 ORE S.p.A.

Tutti i diritti sono riservati.

Nessuna parte di questo quotidiano può essere riprodotta

con mezzi grafici o meccanici

quali la fotocopione e la registrazione.

PREZZI: con "Il segreto di una memoria prodigiosa"

€ 11,90 in più; con "Pazzi per la matematica" nr. 01

€ 7,90 in più; con "Pazzi per la matematica" nr. 02

€ 7,90 in più; con "10 idee per scongiurare il razzismo"

€ 7,90 in più; con "Norme e Tributi" € 12,90 in più; con

"Aspenia" € 12,00 in più; con "Valutazione d'azienda"

€ 9,90 in più; con "Telefisco 2021" € 9,90 in più; con

"Codice della Crisi d'Impresa" € 9,90 in più; con

"Nuova Transazione Fiscale" € 9,90 in più; con

"Agevolazioni Fiscali" € 9,90 in più; con "Agevolazioni

Contributive" € 9,90 in più; con "Terzo Settore" € 9,90

in più; con "Agevolazioni Casa 2021" € 9,90 in più; con

"How To Spend It" € 2,90 in più.

Solo in Abruzzo in abbonamento obbligatorio con il

Centro a € 2,20 - Solo in Puglia in abbonamento

obbligatorio con La Gazzetta del Mezzogiorno a € 2,50

- Solo nelle province di CO, LC e SO in abbonamento

obbligatorio con La Provincia a € 2,50 - Solo nella

provincia di BG in abbonamento obbligatorio con

L'Eco di Bergamo a € 2,50 - Solo nella provincia di BS

in abbonamento obbligatorio con il Giornale di

Brescia a € 2,20 - Solo nella provincia di PR in

abbonamento obbligatorio con La Gazzetta di Parma

a € 2,50.

Prezzi di vendita all'estero:

Costa Azzurra € 3, Svizzera SFR 3,90