

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

QUANDO LA LIRA
ABBANDONÒ LO SME

► Molto «contrarian» la presa di posizione di Gianluca Gabrielli, gestore di Soprano sgr, che a differenza della quasi totalità degli esperti non vedrebbe l'uscita dell'Italia e di altri Paesi dall'euro come una tragedia. A suo parere questa soluzione avrebbe il pregio di restituire ad alcune soluzioni la flessibilità necessaria per riconquistare la competitività perduta con l'adesione alla valuta unica e cercare così di rimettersi in piedi. Quanto alla strada alternativa dei sacrifici lacrime e sangue, se da un lato una riduzione degli indebitamenti è assai opportuna, dall'altro, osserva il money manager, si è visto nel caso della Grecia quanto siano serviti. Il problema è che quella dell'unione economica e valutaria europea è una struttura con troppe rigidità, che soffoca le economie non in grado di stare al passo. Rigidità che aumentano man mano che crescono le difficoltà, perché anche le soluzioni adottate finora hanno aggiunto un ulteriore carico di rigidità. Il precedente a cui si rifà Gabrielli è quello dello Sme, il sistema monetario europeo da cui la lira si dovette sganciare nel 1992 perché l'economia italiana potesse riprendere a respirare. Ricorsi storici?

LE CEDOLE DI GIORGIA

Nel *Contrarian* pubblicato da MF-Milano Finanza mercoledì 7 dicembre si sostiene l'inutilità della mia proposta di imporre per legge dei limiti ai dividendi e ai compensi dei manager delle banche che volessero avvalersi della garanzia pubblica prevista dalla manovra Monti. Secondo l'editorialista sarebbe già sufficiente l'invito della Banca d'Italia fatto agli istituti di credito di destinare «gran parte dei profitti ad accrescere la dotazione patrimoniale». A mio avviso, invece, quando si utilizzano fondi pubblici (derivanti anche dalla tassazione sulle pensioni e sulla prima casa) si ha il dovere di pretendere qualcosa di più di un «invito». Soprattutto quando a questo invito si è risposto negli ultimi anni distribuendo sistematicamente circa la metà degli utili e soprattutto quando le intenzioni per il futuro sembrano non essere diverse. Almeno a prendere per buono quanto scriveva ad aprile il *Financial Times* (notizia riportata anche da MF-Milano Finanza il 14 aprile 2011) che ha intervistato alcune figure di primo piano del mondo bancario italiano secondo le quali i nostri istituti di credito intendono tornare a pagare dividendi allo stesso livello, o anche a un livello maggiore, del periodo pre-crisi. Sempre secondo il quotidiano britannico i vertici di Intesa San Paolo e Mps avrebbero affermato che «non ci sono restrizioni, in un mondo così incerto è importante impegnarsi sui dividendi, che saranno molto elevati, sopra il 50%. Se questa è la nuova normalità, perché tenere la banca nell'incertezza, perché contenere i dividendi?». Auguro ogni fortuna agli azionisti delle nostre banche, ma possibilmente non sulle spalle dei cittadini comuni.

Giorgia Meloni

Gentile Giorgia Meloni, quel Contrarian si riferiva alla sola opportunità di imporre per legge dei limiti ai dividendi delle banche, senza toccare il tema dei compensi dei loro manager, più condivisibile. Quanto all'ipotesi che le banche possano tornare a remunerare gli azionisti con generosità, ribadiamo che l'attuale situazione finanziaria non pare consentirlo, in linea del resto con quanto già avvenuto negli ultimi anni, vuoi per carenza di utili, vuoi per necessità di ricapitalizzazione. Unica eccezione potrebbe farsi per Intesa Sanpaolo, che attraverso il suo precedente ad Corrado Passera si era espressa per confermare la cedola dell'anno scorso. Ma tra i grandi istituti è anche l'unico ad aver passato il vaglio dell'Eba in materia di patrimonio.



Ecco come gli Stati Usa sostengono la crescita

DI NICOLA FIORDALISI*

Se la delocalizzazione sembra la forma più diffusa di espansione all'estero delle aziende, quelle italiane hanno inizialmente favorito un decentramento in Paesi a basso reddito, come Europa centro-orientale e Cina, basato sulla riduzione dei costi di produzione. Il progressivo indebolimento del dollaro nei confronti dell'euro e il rincaro dei trasporti internazionali hanno in seguito favorito la delocalizzazione verso Paesi più ricchi e avanzati come gli Stati Uniti. Ciò ha stimolato gli investimenti italiani negli Usa. Ma a sostenerli sono stati anche i tanti incentivi previsti a favore degli investitori stranieri. A fronte di un atteggiamento neutrale del governo federale, le autorità dei singoli Stati offrono fattivamente - e in competizione tra loro - un ventaglio di programmi di incentivazione all'investimento straniero intesi a favorire aree economicamente depresse, sostenere lo sviluppo e l'imprenditorialità in dati distretti industriali e creare posti di lavoro. In tal senso, l'ampia autonomia dei singoli Stati nel disegnare le strategie in tema di incentivi consente alle imprese estere di stipulare veri e propri accordi con gli enti locali. Sebbene ciascuno Stato abbia sviluppato i propri *incentive and credit programs*, gli interventi evidenziano matrici comuni, con una vasta offerta di strumenti di fiscalità agevolata (*tax credits*) intesi a ridurre significativamente e per un dato

periodo di tempo le imposte statali o locali. I fattori che le authority di sostegno allo sviluppo considerano fondamentali per concedere gli incentivi sono: il valore dell'investimento, la creazione di posti di lavoro e il livello delle retribuzioni. Sono questi i fattori che misurano l'impatto economico e fiscale dell'investimento e determinano l'interesse delle autorità a investire risorse. Generalmente gli incentivi assumono due diverse connotazioni: discrezionale e legislativa. Quelli di derivazione legislativa prevedono che l'investitore possieda una serie di requisiti fissati dalla legge statale. Gli incentivi discrezionali, al contrario, sono determinati dagli enti locali e adattati sulla base dei criteri soggettivi dell'investimento. I programmi di incentivi elencabili fra i *Statutory Tax Credits* includono: *job credits*, connessi con l'assunzione di personale, *investment tax credits* connessi a particolare investimenti, *training credits*, ammessi nel caso di creazione di posti di lavoro, *enterprise credits* connessi con la collocazione dell'investimento in aree industriali depresse denominate *enterprise zone* o *renewal zone*. Gli investitori ammessi a tali incentivi usufruiscono di crediti d'imposta con aliquote variabili per programma e per Stato e in alcuni casi, come nei programmi destinati alle

enterprise zone, anche di sgravi fiscali. Gli incentivi discrezionali, come già anticipato, sono invece determinati sul livello e valore dell'investimento diretto estero e in particolare sulla creazione di posti di lavoro, allineati a un certo compenso orario dalle diverse municipalità. Anche in questo caso i programmi offerti sono tanti, sempre negoziabili e basati su contributi a fondo perduto o riduzioni/esenzioni fiscali). Vale la pena ricordare anche i contributi previsti sull'assunzione e formazione del personale, le esenzioni delle imposte immobiliari, le obbligazioni esentasse emesse dalle autorità locali per finanziare l'investimento, la concessione anticipata di fondi garantiti da bond che vengono poi ripagati a scadenza dal reddito generato dalla rivalutazione economica del territorio. Se dal quadro delineato emerge una forte vocazione degli Stati a favorire gli investimenti esteri diretti, va ricordato che il valore economico reale di qualsiasi incentivo resta comunque legato a una puntuale pianificazione legale/fiscale dell'operazione e, soprattutto, che molti Stati hanno da tempo integrato gli incentivi alla possibilità di richiedere la restituzione coattiva degli stessi qualora l'operatore straniero non tenga fede agli impegni presi. È evidente che tali strumenti vanno sottoscritti con cautela. (riproduzione riservata)

*partner dell'ufficio di Chicago, studio legale Bryan Cave

Il factoring può dare al pil una spinta da 12 mld

DI STEFANIA PEVERARO

Agli attuali tassi di crescita dell'economia, nel 2020 il factoring ogni trimestre potrebbe favorire la produzione di 59 miliardi di euro di pil in Francia, Germania, Italia e Regno Unito. Inoltre, se lo smobilizzo dei crediti commerciali dovesse aumentare, l'impatto sulla crescita futura sarebbe enorme: nel 2020 il pil combinato dei quattro Paesi potrebbe aumentare di altri 53 miliardi a trimestre, contribuendo a creare 937 mila posti di lavoro. È quanto emerge da uno studio commissionato da Ge Capital all'Istituto di ricerca inglese SQW, che MF-Milano Finanza è in grado di anticipare e che per l'Italia prevede che il pil attribuibile al finanziamento dei crediti commerciali toccherà gli 11,9 miliardi per trimestre entro il 2020, mentre un aumento del ricorso al factoring aggiungerebbe 12,2 miliardi ogni trimestre. È questo perché l'ulteriore flessibilità di cui possono godere le aziende che utilizzano il finanziamento dei crediti commerciali migliorerebbe i flussi di cassa, consentendo alle aziende di crescere in modo più efficiente.

Dalla ricerca emerge che, se la pratica dello smobilizzo dei crediti commerciali fosse sospesa in ciascuno dei quattro Paesi analizzati, sparirebbero non meno di 17 miliardi di euro dal prodotto lordo combinato del quarto trimestre 2011. Per contro, se solo il 6-10% delle aziende che oggi ancora non ricorrono a tale pratica cominciasse a utilizzarlo, la somma dei pil dei quattro Paesi aumenterebbe del 15-20% entro il 2020. In totale, nel 2010 il volume del credito elargito tramite smobilizzo dei crediti commerciali in tutta Europa è stato di circa 990 miliardi di euro, una cifra che secondo la Eu federation for factoring and commercial finance rappresenta l'8,43% del pil totale della Ue nel 2010. Per le piccole e medie imprese la percentuale sale al 13,34% del pil

nel Regno Unito e al 9,78% per l'Italia, mentre scende al 5% in Germania. Peraltro in Italia il trend sembra ben avviato, anche perché si parte da un numero molto piccolo di piccole e medie imprese che oggi ricorrono al factoring

categoria Assifact. Una spinta è venuta anche dai tassi d'interesse praticati dalle società di factoring alla clientela, che sono in linea o addirittura più bassi rispetto a quelli tipici degli altri strumenti finanziari. I tassi applicati dai factor in Italia sono infatti in genere molto più bassi di quelli applicati per strumenti di finanziamento a breve

I BIG DEL FACTORING

Dati in milioni di euro	Turnover cumulativo		Outstanding	
	30/12/2010	30/10/2011	30/12/2010	30/10/2011
Mediofactoring	33.686	39.825	10.446	9.151
Ifitalia	23.930	20.930	7.995	7.654
Unicredit factoring	20.810	18.966	10.516	9.800
Factorit	11.341	9.184	3.199	2.960
Mps L&F	6.608	7.626	2.721	2.896
Ubi Factor	7.526	6.566	3.270	3.059
Banca Ifis	4.847	3.871	2.063	2.146
Centro Factoring	3.778	3.012	1.833	1.728
Ge Capital	2.688	2.450	1.238	1.105
Emil-Ro Factor	2.346	2.449	856	975
TOTALE ASSIFACT	136.756	131.153	50.818	48.846
Variazione anno su anno	15,85%	25,9%	15,5%	15,46%

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

(la ricerca Ge Capital calcola che solo 37mila piccole e medie imprese, pari al 2% del totale, utilizzano strumenti di smobilizzo dei crediti commerciali). Secondo Alessandro Carretta, professore di Economia degli intermediari finanziari all'Università Tor Vergata di Roma e Segretario Generale di Assifact, l'associazione che raggruppa gli operatori del settore, nel 2011 il factoring è cresciuto di più del 25%. In cima alla classifica sia in termini di volumi di transazioni che di importi in essere ci sono Mediofactoring (del gruppo Intesa Sanpaolo), Ifitalia (Bnp Paribas) e Unicredit Factoring, che da soli rappresentano il 46% del turnover totale dei membri dell'associazione di

simili, quali anticipi e sconti commerciali. I tassi medi calcolati da Banca d'Italia indicano infatti che nel terzo trimestre 2011 l'interesse applicato per anticipi e sconti sino a 100 mila euro era del 6,44% mentre oltre i 100 mila euro era del 4,28%. Per contro, il factoring per importi inferiori a 50 mila euro costava il 5,65% e 3,98% su quelli superiori. Ciò dipende dal fatto che nel rapporto di factoring, contrariamente a quanto accade nel credito, il factor valuta non solo l'impresa che cede i crediti, ma anche la qualità dei crediti stessi e quindi dei debitori. Il rischio del factoring è quindi più contenuto rispetto a un tradizionale finanziamento bancario. (riproduzione riservata)