



Unioncamere  
Toscana



# Osservatorio Bilanci delle Società di Capitali in Toscana

**Andamenti economici e situazione patrimoniale 2007-2011  
Previsioni 2012**

Unioncamere Toscana - Ufficio Studi  
*Note e approfondimenti 2013-01*

Marzo 2013

# Osservatorio Bilanci delle Società di Capitali in Toscana

Andamenti economici e situazione patrimoniale anni 2007-2011.

Prime previsioni 2012

## INDICE

<b>1. Universo di riferimento .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Andamenti economici e situazione patrimoniale nel periodo 2007-2011 .....</b>	<b>6</b>
2.1. Sviluppo dei ricavi, del valore aggiunto e della spesa per investimenti.....	6
2.2. Redditività operativa.....	11
2.3. Autonomia patrimoniale e finanziaria .....	15
2.4. Redditività netta .....	18
<b>3. Un confronto tra andamenti settoriali .</b>	<b>20</b>
<b>4. Prime previsioni sui conti economici 2012 delle imprese manifatturiere .....</b>	<b>24</b>
4.1. Premessa.....	24
4.2. I risultati della simulazione dei conti economici 2012 per il settore manifatturiero.....	25
<b>5. Le condizioni di solvibilità del sistema produttivo toscano .....</b>	<b>28</b>
<b>Nota metodologica .....</b>	<b>40</b>

**Unioncamere  
Toscana**

**Ufficio Studi**

*Note e  
approfondimenti  
2013-01*

Marzo 2013

### A cura di:

Cristina Marullo ,  
*Ufficio Studi  
Unioncamere Toscana  
(Capp. 1-4)*

Francesco Dainelli e  
Francesco Giunta,  
*DSA Università degli  
studi di Firenze  
(Cap. 5)*

Fabrizio Cipollini,  
*Dipartimento di  
Statistica Università  
degli Studi di Firenze  
(Nota metodologica)*

### Elaborazioni:

Fabrizio Cipollini,  
*Dipartimento di  
Statistica Università  
degli Studi di Firenze*

Massimo Pazzarelli,  
*Ufficio Studi  
Unioncamere Toscana*

### Coordinamento:

Francesco Giunta,  
*DSA Università degli  
studi di Firenze*

Riccardo Perugi,  
*Ufficio Studi  
Unioncamere Toscana*

## 1. UNIVERSO DI RIFERIMENTO

L'universo di riferimento dell'Osservatorio è costituito dai bilanci delle società di capitali con fatturato superiore a 100.000 Euro nel periodo 2007-2011: tale universo **rappresenta per ogni anno una quota compresa tra il 40% e il 45% del complesso delle società di capitali con sede in Toscana.**

FIGURA 1.1

### Numerosità dell'universo di riferimento nel periodo 2007-2011

Valori assoluti e composizione % per tipologia di bilancio

Anno	Numero bilanci	di cui:	redatti in forma ordinaria	redatti in forma abbreviata
2007	38.005		17,5%	82,5%
2008	34.482		12,7%	87,3%
2009	37.886		12,9%	87,1%
2010	38.374		11,7%	88,3%
2011	36.431		11,8%	88,2%

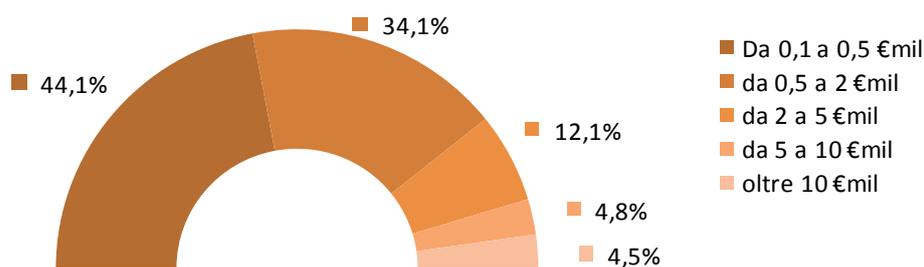
Oltre l'88% delle imprese ha redatto nel 2011 il proprio bilancio in forma abbreviata<sup>1</sup> (Fig. 1.1) testimoniando come, da un punto di vista dimensionale, ci si trovi in presenza di una struttura imprenditoriale nettamente sbilanciata verso la micro-dimensione.

**Ben il 78% delle 36.431 società di capitali presenti nell'universo di riferimento ha fatturato infatti, nel 2011, meno di 2 milioni di Euro:** di queste, il 44% appartiene alla classe di fatturato più bassa, compresa tra 100.000 e 500.000 Euro (Fig. 1.2).

FIGURA 1.2

### Distribuzione dell'universo di riferimento per classe dimensionale - Anno 2011

Composizione % per classi di fatturato



<sup>1</sup> Le disposizioni del D. Lgs. 173/2008 prevedono che le società che non abbiano emesso titoli negoziati sui mercati regolamentati, possono redigere il **bilancio in forma abbreviata** quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

- *totale dell'attivo* dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro;
- *ricavi delle vendite e delle prestazioni*: 8.800.000 euro;
- *dipendenti occupati in media* durante l'esercizio: 50 unità.

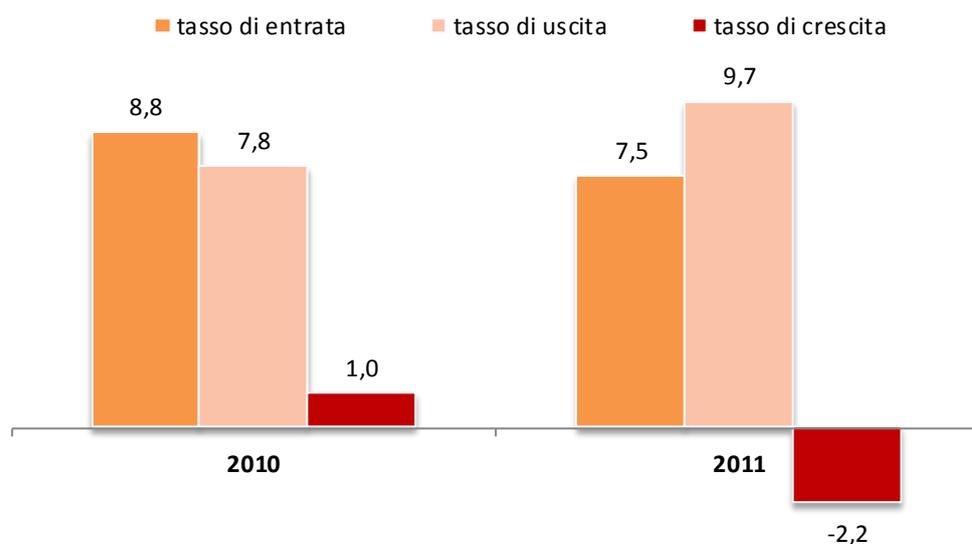
Solo il 9,3% delle imprese ha realizzato dunque in Toscana, nel 2011, un fatturato superiore ai 5 milioni di Euro e, tra queste, solo il 4,5% ha superato i 10 milioni.

Dal punto di vista demografico si osserva nel periodo in esame una **sostanziale stabilità nella consistenza delle società di capitali nell'universo di riferimento, pur con un elevato turnover nell'ultimo biennio**<sup>2</sup>. (Fig. 1.3)

FIGURA 1.3

**Demografia dell'universo di riferimento nel periodo 2010-2011**

Tassi di entrata, uscita e crescita (%) (1)



(1) I tassi sono calcolati come rapporto tra flussi annuali e stock alla fine dell'anno precedente.

Gli elevati tassi di uscita sono sostenuti sia da dinamiche demografiche in peggioramento che da cali nel fatturato complessivo delle società di capitali, mentre i tassi di entrata rispecchiano la tendenza -ormai in atto da anni- al rafforzamento della componente delle società di capitali all'interno del sistema imprenditoriale regionale.

Con riferimento ai bilanci disponibili nel periodo di estrazione, il 2011 rivela una inversione della tendenza alla crescita nello stock di società di capitali appartenenti all'universo di riferimento, che si era osservata nel 2010 (+1% rispetto al 2009), grazie ad un tasso di entrata pari all'8,8%.

Ciò appare legato, più che al rallentamento del tasso di entrata (+7,5%), ad un'accelerazione nel tasso di uscita delle imprese dall'universo di riferimento, che cresce in misura nettamente più sostenuta rispetto all'anno precedente (+9,7%), portando la crescita in terreno decisamente negativo (-2,2%).

Gli anni 2010 e 2011 si caratterizzano rispetto al 2009 per una decisa attenuazione nella quota di imprese in transizione da classi di fatturato più elevate a classi di fatturato più basse, che

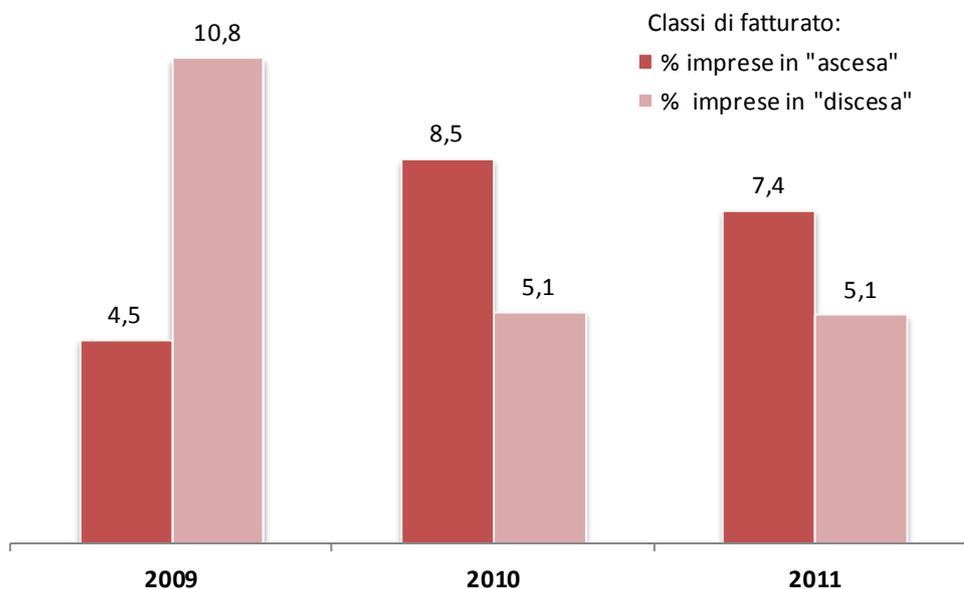
<sup>2</sup> Gli indicatori demografici relativi ai flussi di imprese in entrata e in uscita dall'universo di riferimento, ed il relativo tasso di crescita, sono calcolati attraverso la matrice di transizione delle società di capitali all'interno dell'universo di riferimento per ogni biennio.

nell'anno più "buio" della crisi era cresciuta fin quasi all'11% del totale. (Fig.1.4)

FIGURA 1.4

**Demografia dell'universo di riferimento nel periodo 2009-2011**

Quote di imprese in transizione tra classi di fatturato per anno



Queste si portano infatti, nell'ultimo biennio disponibile al 5,1% del totale, a fronte di quote più elevate di imprese in "ascesa" da classi di fatturato inferiori verso classi di fatturato superiori che tendono purtroppo, con il nuovo peggioramento delle condizioni congiunturali, ad assottigliarsi nel tempo.

## 2. ANDAMENTI ECONOMICI E SITUAZIONE PATRIMONIALE NEL PERIODO 2007-2011

### 2.1 Sviluppo dei ricavi, del valore aggiunto e della spesa per investimenti

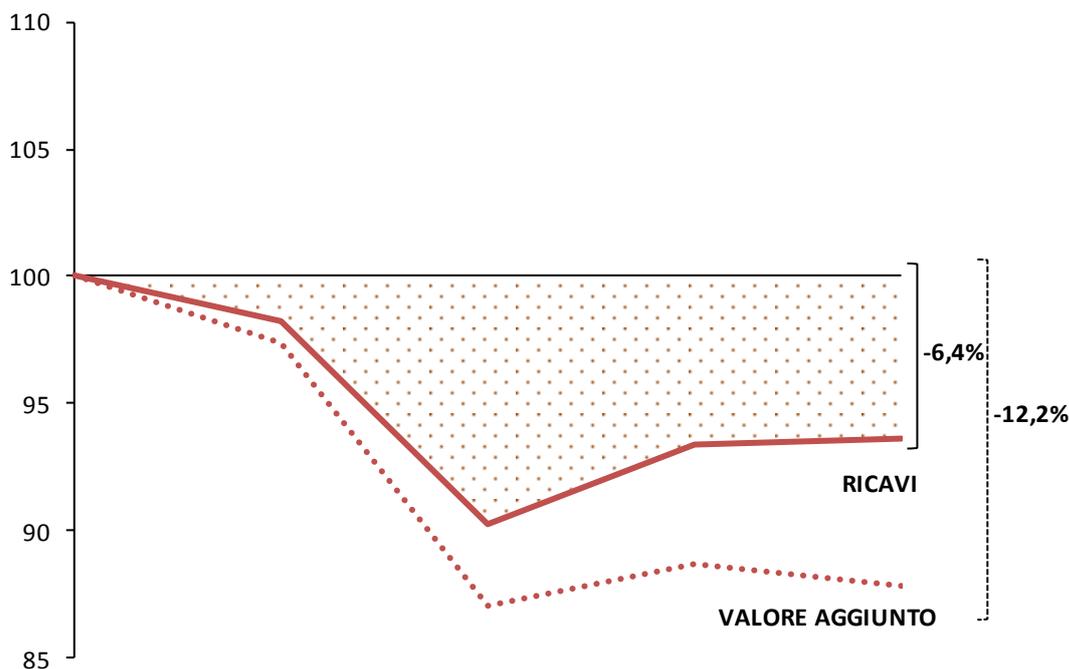
La ripresa dell'attività produttiva osservata nel 2010 e proseguita nella prima metà del 2011 grazie al traino della domanda estera subisce in chiusura d'anno un brusco rallentamento, determinando di fatto una inversione del ciclo economico che porta l'economia regionale di nuovo in recessione. Il deterioramento della situazione congiunturale nella seconda metà dell'anno è stata determinata dalla netta decelerazione delle esportazioni, a fronte di una domanda interna ulteriormente indebolita dalle revisioni al ribasso nei livelli di spesa delle famiglie e nelle previsioni di investimento da parte delle imprese.

Con una produzione complessiva rimasta nel 2011 sostanzialmente ferma sui livelli dell'anno precedente, **nel 2011 il fatturato delle società di capitali toscane registra dunque una crescita complessiva del +0,3%, a cui tuttavia si affianca una nuova contrazione del valore aggiunto (+-0,9% rispetto al 2010) (Fig. 2.1).**

FIGURA 2.1

#### Andamento dei ricavi e del valore aggiunto nel periodo 2007-2011

Numeri indici in base fissa (2007=100) e variazioni % tendenziali



Le forti oscillazioni nei prezzi delle materie prime (in particolare dei beni energetici) hanno determinato nel 2011 un incremento dei costi di produzione che le imprese non hanno totalmente trasferito sui prezzi di vendita.

Una volta cessato il sostegno dell'export ai ricavi, nella seconda parte dell'anno la crescita dei margini è stata dunque ancora una volta sacrificata a politiche di prezzo volte al sostegno delle vendite, e dunque alla difesa delle quote di mercato.

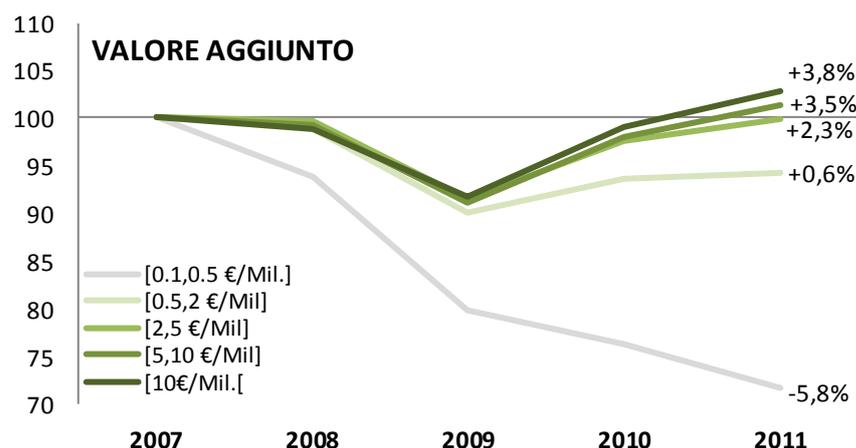
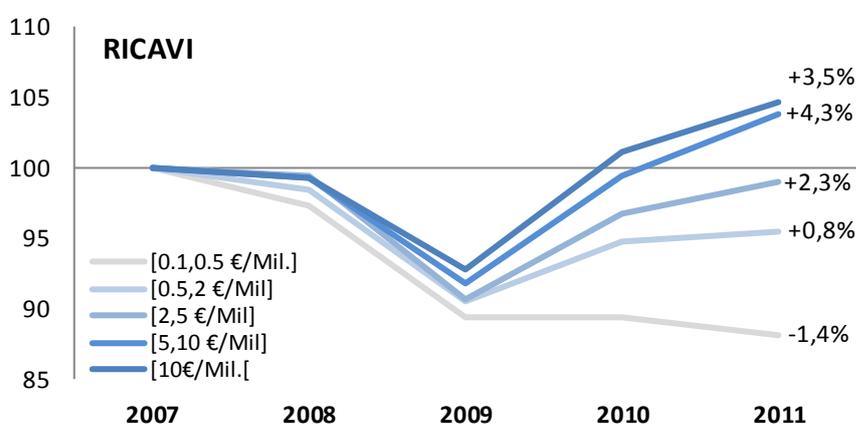
La sostanziale stagnazione delle vendite e la nuova contrazione nei margini di valore aggiunto determina dunque a fine 2011 non solo il **mancato recupero delle perdite subite nella fase recessiva più acuta** (-6,4% i ricavi e -12,2% il valore aggiunto rispetto al 2007) ma un nuovo **significativo ampliamento del divario tra i due andamenti** (pari a circa 6 punti percentuali), **legato a ritmi di sviluppo di vendite e margini sempre meno proporzionali**.

Il nuovo rallentamento nello sviluppo delle società di capitali toscane osservato nel 2011 è la sintesi di una sempre più **accentuata eterogeneità negli andamenti tra diverse tipologie di impresa**. (Fig. 3.1)

FIGURA 2.2

**Andamento dei ricavi e del valore aggiunto nel periodo 2007-2011 per dimensione di impresa**

Numeri indici in base fissa (2007=100) e variazioni % tendenziali



Decisi cali nei ricavi ed un vero e proprio crollo nei livelli di valore aggiunto si osservano per le imprese della classe di fatturato più piccola (tra €100.000 ed €500.000), che può ritenersi a forte componente artigiana: il primo margine dopo la remunerazione dei costi esterni è sceso infatti per le “nano imprese” al 70% rispetto al livello del 2007.

Andamenti in crescita si osservano per tutte le altre classi dimensionali: solo la media e la

grande dimensione (imprese con fatturato superiore a 5 milioni di Euro) recuperano tuttavia, nel 2011, i livelli di inizio periodo.

Gli andamenti di ricavi e valore aggiunto per classe di fatturato evidenziano dunque percorsi molto differenti nel quinquennio di riferimento, che possono essere letti in funzione delle dinamiche della domanda nei mercati di riferimento delle diverse tipologie di impresa. Una crescita della domanda che –peraltro limitatamente alla prima metà del 2011- è stata guidata esclusivamente dalla componente estera ha determinato una vera e propria **divaricazione nei sentieri di sviluppo, dovuta a differenti opzioni strategiche perseguibili dalle varie tipologie di impresa**.

Strategie orientate ad una maggiore apertura ai mercati internazionali hanno premiato le imprese più strutturate, che in condizioni di domanda crescente hanno potuto mettere in campo politiche attive di difesa rispetto alla pressione sui margini.

Strutture dimensionali più piccole e maggiormente orientate ai mercati interni, in assenza di una crescita sostenuta della domanda, hanno piuttosto operato politiche di contenimento dei margini attraverso la riduzione dei prezzi, allo scopo di ottenere un aumento dei volumi di vendita. A fronte di una domanda interna sostanzialmente ferma da un triennio le imprese della classe dimensionale più piccola hanno registrato cali di fatturato e forti perdite di margini, con un generale appesantimento della struttura produttiva che, come vedremo, ne ha ulteriormente compromesso la redditività.

I dati riferiti ai 21.400 bilanci delle società di capitali presenti nell'universo di riferimento per tutto il quinquennio evidenziano una situazione di **sostanziale indebolimento della competitività complessiva del sistema** (Fig. 2.3). Il marcato deterioramento sia dei ricavi di vendita che dei margini di valore aggiunto determina infatti, per le imprese sempre presenti nell'universo di riferimento, una tendenza alla progressiva riduzione della marginalità lorda per unità di prodotto che nel 2011 raggiunge i livelli più bassi di tutto il periodo (-8 punti percentuali rispetto al 2007).

FIGURA 2.3

**Componenti del MOL nel periodo 2007-2011 - Campione chiuso (1)**

Variazioni % tendenziali per fatturato e valore aggiunto, quote % sul valore aggiunto per costo del lavoro e margini operativi lordi

	2007	2008	2009	2010	2011
Fatturato (var %)	-	-1,15%	-8,29%	3,26%	-0,91%
Valore aggiunto (var %)	-	-0,69%	-8,68%	3,35%	-1,04%
Costo del lavoro per unità di	59,2%	62,7%	65,8%	65,9%	65,7%
MOL per unità di prodotto	38,4%	34,7%	31,6%	31,5%	30,3%

(1) Gli indicatori sono calcolati su un campione chiuso di 21.242 bilanci di società di capitali presenti per tutto il quinquennio.

Pur con il progressivo intensificarsi della crisi occupazionale nella seconda metà del 2011 **l'intervento della Cassa Integrazione Guadagni sembra ancora una volta aver giocato un**

**ruolo rilevante a sostegno dei margini operativi delle imprese:** l'incidenza del costo del lavoro sul valore aggiunto per il campione chiuso in esame, nonostante la contrazione osservata nel denominatore, registra nell'ultimo anno una sostanziale stabilità.

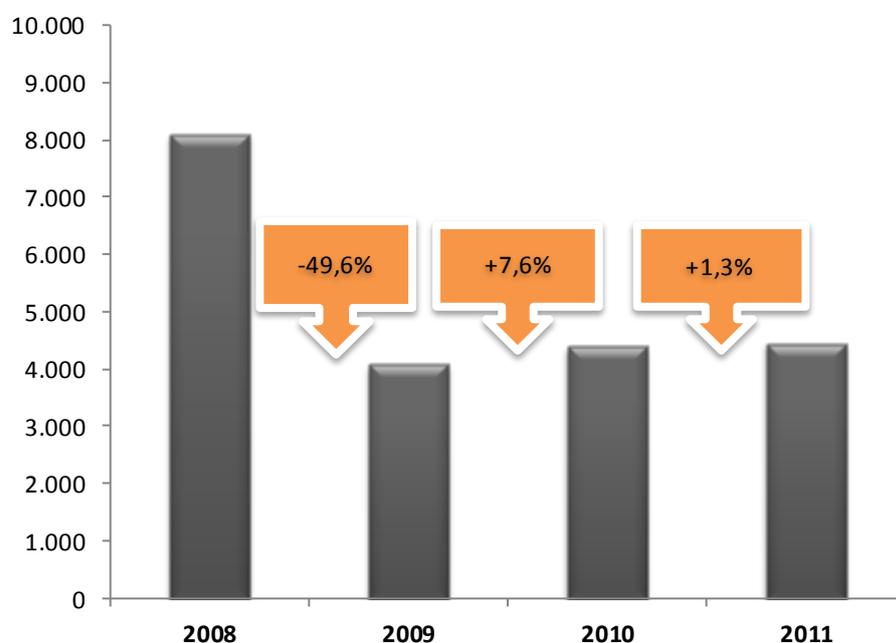
La progressiva riduzione del ritmo di espansione del fatturato e le forti turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari a fine 2011, con il grave acuirsi delle condizioni di incertezza, hanno determinato un deterioramento delle aspettative sulla produzione che si è riflesso sull'andamento della spesa per investimenti.

**L'andamento della spesa per investimenti rimane infatti su tassi di crescita molto contenuti e su livelli fortemente ridotti,** sostanzialmente costanti rispetto al biennio 2009-2010 (+1,3%). (Fig. 2.4).

FIGURA 2.4

**Andamento del CAPEX nel periodo 2008-2011 (1)**

Valori assoluti in Euro, variazioni % tendenziali



(1) Il CAPEX (Capital expenditure) rappresenta il flusso di spesa annuale destinata all'acquisto e/o alla manutenzione di immobilizzazioni materiali (proprietà e asset fisici come immobili, edifici industriali, macchinari).

La sostanziale stasi della spesa per investimenti denota una attività volta pressochè esclusivamente allo sfruttamento della capacità produttiva presente in azienda, ancora strutturalmente in eccesso

Con un fatturato sostanzialmente stabile nel biennio 2010-2011 l'andamento delle componenti del capitale circolante netto evidenzia un lieve alleggerimento, con conseguente miglioramento del fabbisogno finanziario corrente delle imprese. (Fig. 2.5)

A fronte della sostanziale stabilità del fatturato osservata nel 2011 le componenti della gestione corrente registrano infatti un apparente recupero di efficienza, portando in riduzione

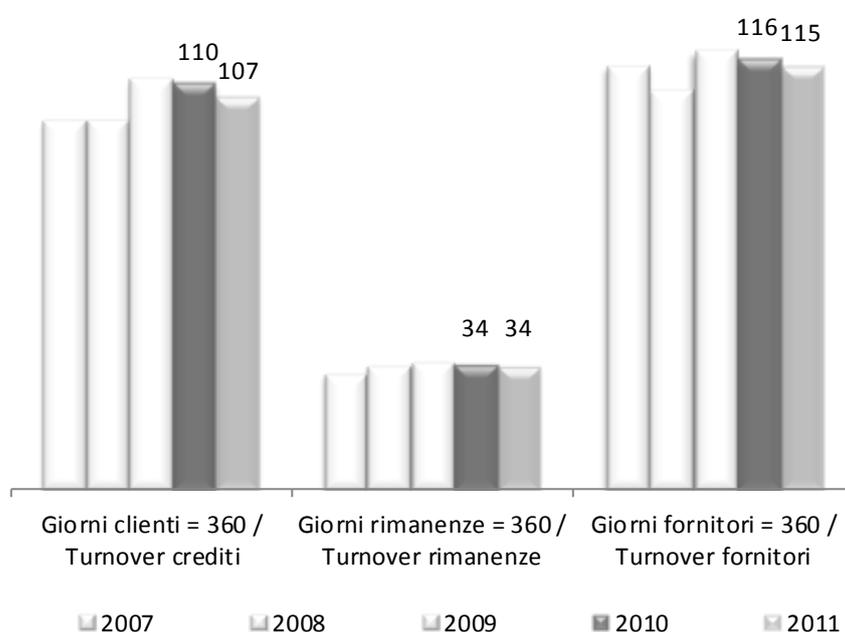
l'indicatore di aliquota di circolante (dal 19,1% al 18,2% rispetto ai ricavi delle vendite).

La tenuta delle vendite, in un periodo di ricorso ad operazioni di rifinanziamento del circolante favorisce il **turnover dei crediti commerciali, che si riduce da 110 a 107 giorni, pur rimanendo su livelli elevati**, mentre i livelli di **rotazione delle rimanenze**, che avevano mostrato una tendenza crescente nel periodo più duro della crisi, **rimangono sostanzialmente stabili** rispetto al 2010 (34gg.). L'effetto combinato delle due componenti determina il miglioramento nel ciclo monetario complessivo delle società di capitali toscane.

FIGURA 2.5

**Componenti del Capitale Circolante netto commerciale (CCNc) nel periodo 2007-2011**

Valori assoluti in giorni (1)



	2007	2008	2009	2010	2011
Aliquota di circolante (CCNc/Ricavi)	16,3%	18,2%	19,7%	19,1%	18,2%

(1) dati riferiti ai bilanci in forma ordinaria

**Una sostanziale stabilità si osserva nel turnover dei fornitori**, che rimane su livelli molto elevati (115 giorni). Il peggioramento nelle aspettative sulla produzione sembra infatti ancora riflettersi in un calo nell'entità complessiva degli ordinativi all'interno del sistema.

A fronte di una struttura operativa sostanzialmente ferma nell'ultimo triennio **il lieve miglioramento del fabbisogno finanziario corrente determina una riduzione nell'incidenza del capitale circolante netto sul capitale investito nella gestione operativa**, con un miglioramento nella struttura complessiva del COIN. (Fig.2.6)

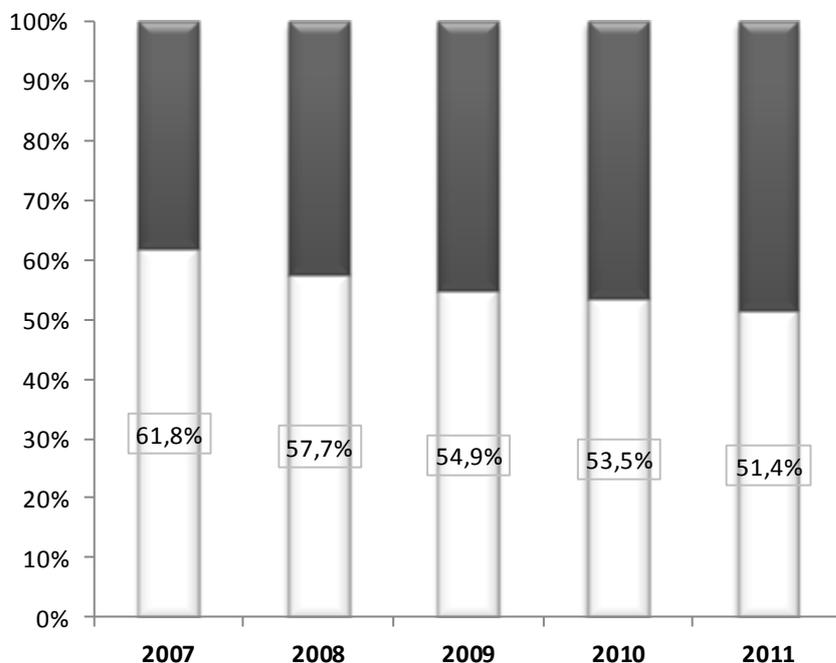
L'analisi del COIN evidenzia tuttavia un aspetto strutturale decisamente rilevante, dal momento che la quota di liquidità ferma in crediti commerciali e scorte supera comunque la

metà del fabbisogno finanziario complessivo della gestione operativa.

FIGURA 2.6

**Incidenza del Capitale Circolante netto commerciale sul COIN nel periodo 2007-2011**

Quote % (1)



(1) dati riferiti ai bilanci in forma ordinaria

Al terzo anno di sostanziale stabilità nella spesa per investimenti in struttura, e pur in presenza di miglioramenti nel fabbisogno finanziario corrente si osserva ancora, nel 2011 una quota minoritaria di liquidità destinata ad investimenti che rappresentano la condizione necessaria per assicurare futuro cash-flow alle aziende toscane.

In quest'ottica, **il miglioramento nel fabbisogno finanziario effettivo è da leggersi come un'ulteriore indicazione della staticità delle condizioni di gestione delle società di capitali toscane**, in un contesto di forte incertezza circa l'evoluzione dei mercati e la ripresa della domanda.

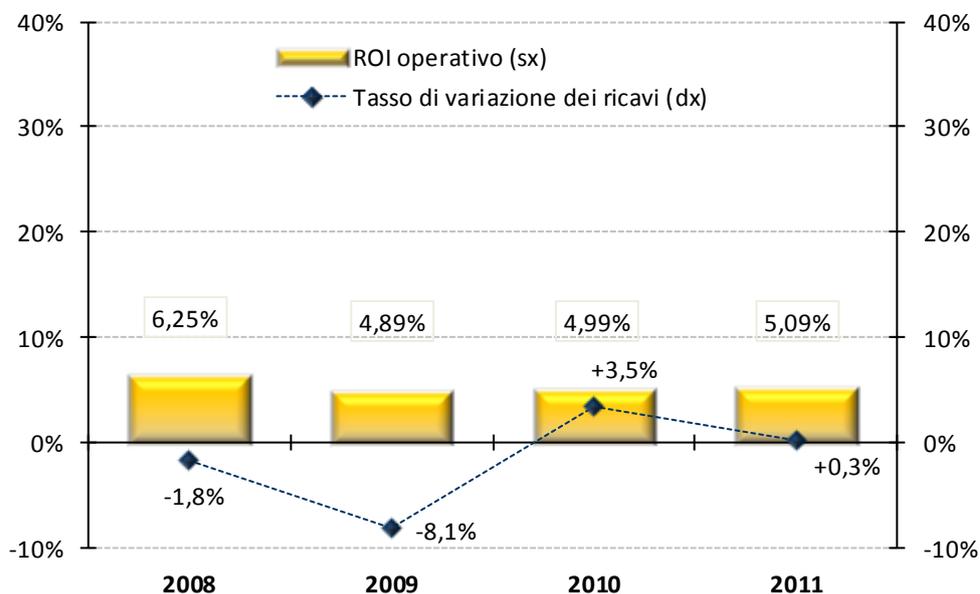
## 2.2 Redditività operativa

La **redditività operativa** delle società di capitali toscane cresce nel 2011 di un ulteriore decimo di punto, passando dal 4,99% al 5,09%. (Fig. 2.7)

FIGURA 2.7

**Livelli di ROI operativo e andamento del fatturato nel periodo 2008-2011**

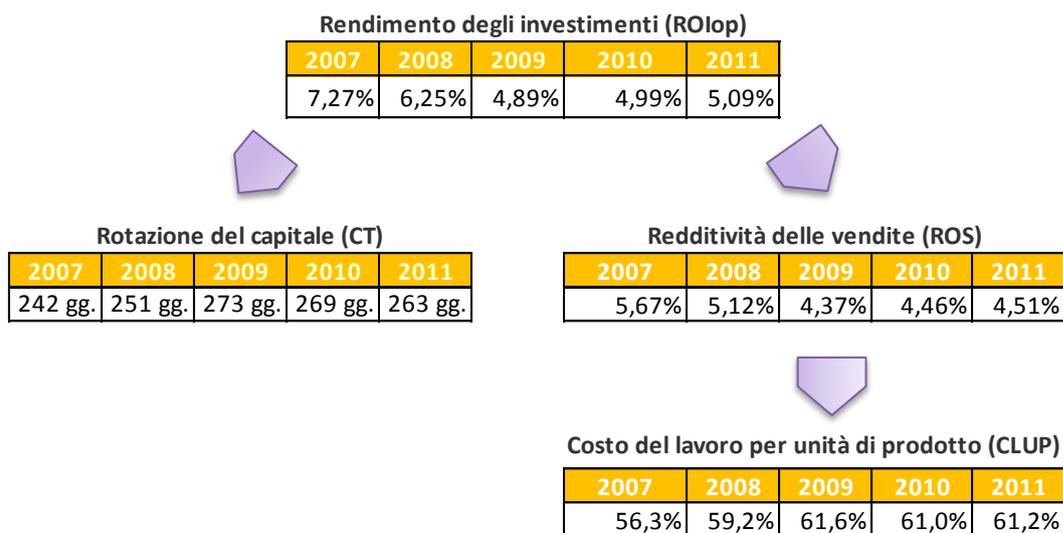
Valori % e variazioni % tendenziali



Il miglioramento del rapporto tra margini netti e capitale investito nella gestione operativa non è tuttavia determinato come nel 2010 da una ripresa del fatturato, quanto piuttosto dall'effetto benefico che l'"alleggerimento" della struttura operativa determina sul rendimento degli investimenti. (Fig.2.8)

FIGURA 2.8

**Redditività operativa delle società di capitali toscane nel periodo 2007-2011**



La centralità del ruolo del COIN in questo recupero di efficienza complessiva si esplica nel netto miglioramento del **turnover del capitale** (da 269 a 263 giorni) determinato dalla mancata

evoluzione degli investimenti in struttura nell'ultimo triennio, e dal lieve alleggerimento del fabbisogno finanziario corrente legato ai bassi livelli di attività.

A tali condizioni si affianca un lieve recupero della marginalità netta con un lieve miglioramento nella **redditività delle vendite** (il ROS passa dal 4,46% al 4,51%). Il recupero, a fatturato invariato, è legato sia a politiche di contenimento dei costi della struttura operativa adottate dalle aziende attraverso la compressione delle quote di ammortamento, allo scopo di limitare il più possibile le contrazioni nei margini, sia al sostegno sull'incidenza del costo del lavoro grazie agli interventi di Cassa Integrazione Guadagni, che nella seconda metà del 2011 ha raggiunto un apice nei livelli di utilizzo anche attraverso la componente in deroga.

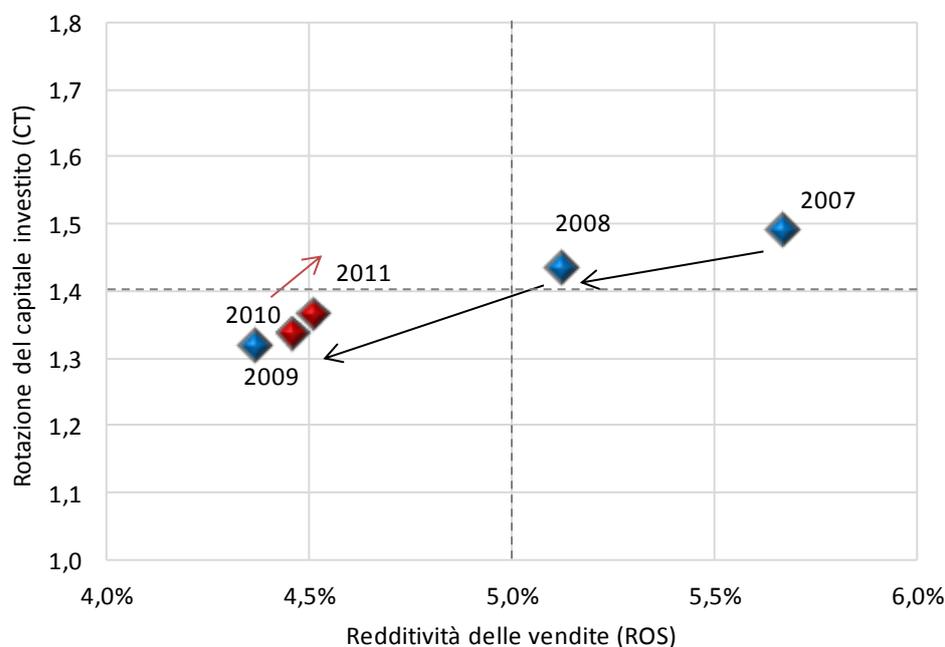
Dopo il forte incremento di inizio periodo l'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto ha dunque mostrato nell'ultimo biennio una elasticità inferiore rispetto agli andamenti dei ricavi e del valore aggiunto, che ha consentito il contenimento delle perdite di marginalità netta delle imprese.

Se dunque l'andamento della redditività operativa può considerarsi nel complesso stabile, **l'evoluzione nel tempo delle componenti principali evidenzia come tale stabilità si collochi ancora su livelli ben distanti rispetto a quelli del periodo pre-crisi**. Nonostante il 2010 e la prima metà del 2011 siano stati anni di ripresa delle vendite, infatti, l'evoluzione delle componenti della redditività operativa evidenzia il persistere di una situazione di grave deterioramento dell'efficienza complessiva. (Fig. 2.9)

FIGURA 2.9

**Evoluzione delle componenti della redditività operativa nel periodo 2007-2011**

Confronto tra livelli di redditività delle vendite e capital turnover



L'evoluzione del rapporto tra margini operativi netti e fatturato (ROS) evidenzia nell'arco del quinquennio elementi di forte criticità: nel 2011 rispetto al 2007 la marginalità sulle vendite delle società di capitali toscane si è infatti ridotta di 1,2 punti percentuali, per l'effetto

combinato del crollo della domanda nella fase recessiva più acuta e della persistenza di capacità produttiva in eccesso che ha appesantito la struttura operativa delle imprese.

Il crollo dei margini operativi tra il 2007 e il 2009 è stato più che proporzionale al brusco arresto dei ricavi –per la presenza di costi di gestione incompressibili nel breve periodo–portando i livelli di redditività delle vendite dal 5,67% al 5,12% nel biennio 2007-2008, ed ulteriormente al 4,37% nel 2009). Il forte rallentamento nei livelli di rotazione del capitale, avviatosi nel 2008 per effetto dell’incremento degli investimenti in struttura nella prima parte dell’anno, è ulteriormente peggiorato nell’anno 2009 quando, con il crollo degli ordinativi ed il peggioramento delle condizioni finanziarie e del credito, la struttura operativa delle imprese si è trovata nettamente sovradimensionata rispetto ai bassissimi livelli della domanda, ed il peggioramento delle condizioni di liquidità delle imprese ne ha fortemente aggravato il fabbisogno finanziario corrente.

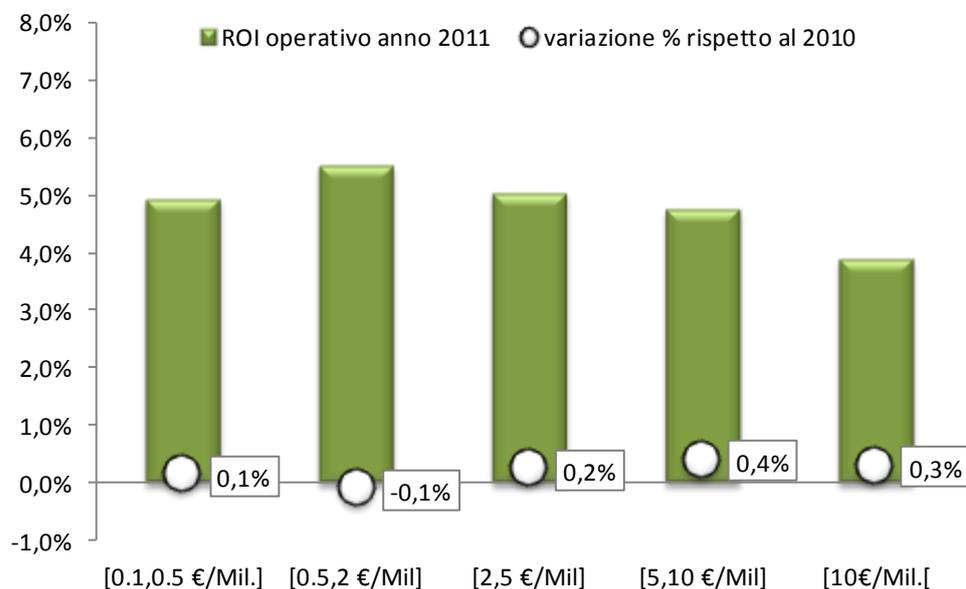
Le forti perdite nei margini subite per effetto della crisi, inoltre, hanno avuto un’entità talmente consistente da condurre l’insieme delle società di capitali toscane lungo un sentiero di difficile recupero delle posizioni di competitività perse.

**Il deterioramento nella redditività degli investimenti in gestione operativa** che interessa il complesso delle società di capitali **appare peraltro un fenomeno trasversale rispetto alle diverse tipologie di impresa.** (Fig.2.10)

FIGURA 2.10

**Redditività operativa per dimensione di impresa**

Livelli di Roi operativo nel 2011 e variazioni % rispetto al 2010



Pur con andamenti lievemente differenti nell’ultimo anno–determinati come abbiamo visto da diverse condizioni di andamento delle vendite nei mercati di destinazione– i livelli di redditività, con particolare riferimento alle classi dimensionali inferiori, si appiattiscono pericolosamente. Tale condizione denota la persistente difficoltà della tenuta dei margini da parte di micro e piccole società di capitali toscane non sostenuta da incrementi nei volumi delle vendite, a causa della sostanziale stagnazione della domanda interna.

## 2.3 Autonomia patrimoniale e finanziaria

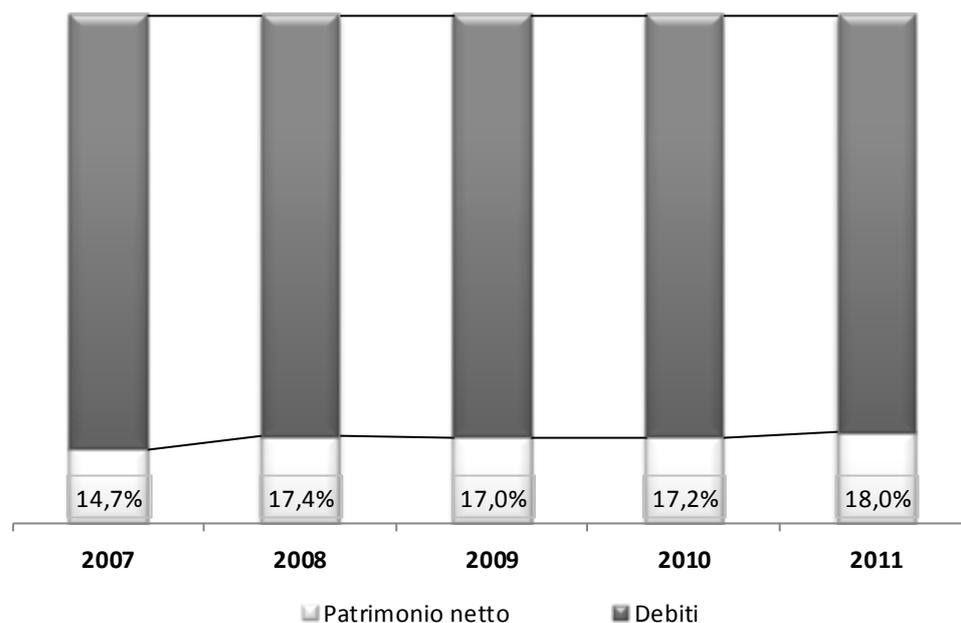
La “fotografia” della situazione patrimoniale delle società di capitali toscane nell’ultimo quinquennio appare quanto mai legata alla valutazione –necessariamente congiunta- degli aspetti legati all’autonomia finanziaria, in ragione delle nuove turbolenze intervenute nei mercati finanziari nella seconda metà del 2011, con nuove difficoltà sul mercato del credito e forti incrementi nei tassi di interesse che hanno condizionato l’assetto complessivo dell’indebitamento delle imprese.

Dal punto di vista dell’autonomia patrimoniale, il rapporto tra capitale netto e totale delle fonti di finanziamento per il complesso delle società di capitali toscane registra nel 2011 un miglioramento: l’incidenza del patrimonio netto sul totale delle fonti passa infatti dal 17,2% al 18%, livello più elevato di tutto il quinquennio, che tuttavia può ancora in senso assoluto definirsi particolarmente basso<sup>3</sup>. (fig. 2.11)

FIGURA 2.11

### Autonomia patrimoniale delle imprese nel periodo 2007-2011

Incidenza % del patrimonio netto sul totale delle fonti



L’incremento di un punto percentuale nell’autonomia patrimoniale rispetto al periodo più grave della crisi appare tuttavia legato, nell’ultimo biennio, ad un **processo di riduzione dello stock di capitale di terzi** piuttosto che a nuove immissioni di capitale proprio: tale riduzione è

<sup>3</sup> Nell’analisi della struttura delle società di capitali, il livello di “facilità patrimoniale” è stabilito convenzionalmente in una quota di capitalizzazione del 33%. Tale porzione del totale delle fonti corrisponde alla quota di perdite di liquidazione prevista nell’ipotesi di realizzo degli *asset* patrimoniali, pertanto è convenzionalmente ritenuta una quota di patrimonio che, nell’ipotesi di liquidazione dell’azienda, non si trasformerà in moneta.

peraltro intervenuta nonostante i livelli di fatturato si siano mantenuti costanti rispetto all'anno precedente.

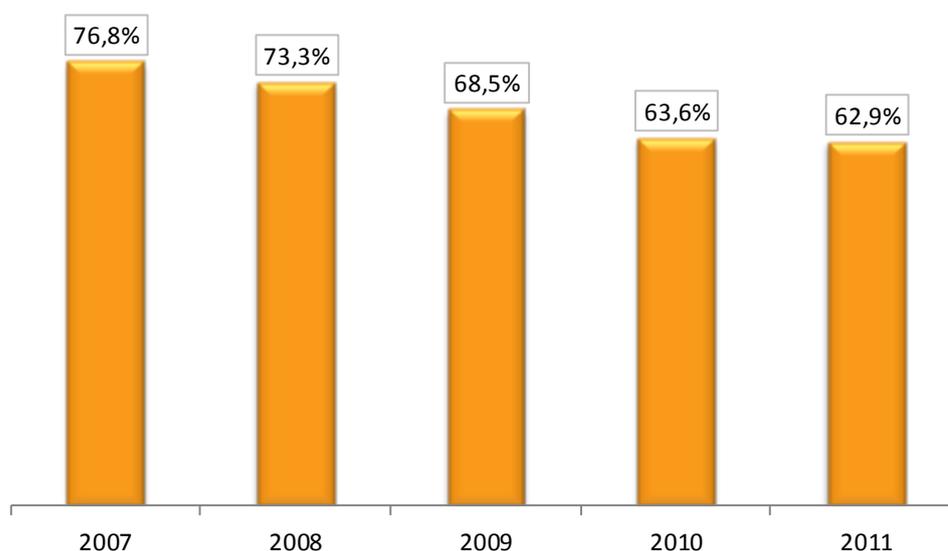
A parità di patrimonializzazione dunque -e da qualche anno- si osserva nella composizione delle fonti una situazione di non distribuzione di utili, con un rapporto tra capitale netto e totale dei finanziamenti solo in apparenza più vantaggioso.

**Per quanto detto il rapporto tra debiti finanziari e totale delle fonti**, qui analizzato solo con riferimento ai bilanci in forma ordinaria -per i quali il dato è disponibile- **evidenzia nel quinquennio una tendenza in progressiva riduzione**, effettivamente determinata da un peso decrescente del capitale di rischio rispetto all'*equity* sulla struttura finanziaria delle imprese. (Fig. 2.12)

FIGURA 2.12

**Debt-Equity finanziario delle società di capitali toscane nel periodo 2007-2011**

*Incidenza % dei debiti finanziari sul patrimonio netto (1)*



(1) dati riferiti ai bilanci in forma ordinaria

I dati Banca d'Italia segnalano nel 2011 un irrigidimento nella domanda di credito da parte delle imprese ed un ulteriore marcato rallentamento dei prestiti bancari<sup>4</sup>.

Il complesso dei finanziamenti di banche e società finanziarie al settore produttivo si è infatti ridotto dell'1% su base annua, con particolare riferimento alle forme tecniche di finanziamento della spesa per investimenti in capitale fisso (leasing finanziario, -2,4%). Tra le determinanti dell'andamento della domanda di credito un andamento di lieve espansione si è osservata solo per i finanziamenti legati capitale circolante ed a quelli per la ristrutturazione del debito, con un ammontare dei prestiti complessivi comunque in netto rallentamento<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Banca D'Italia, L'economia della Toscana. *Economie regionali*, n.11 giugno 2012.

<sup>5</sup> Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Regional Bank Lending Survey e dati Centrale dei rischi. Cfr. Banca d'Italia, sede di Firenze (2012) L'economia della Toscana. *Economie Regionali* n.11, giugno 2012.

**Tale tendenza determina un'ulteriore riduzione di 0,6 punti percentuali nella leva finanziaria delle società di capitali toscane** che già nel 2010, pur con la ripartenza della domanda e dunque dell'attività produttiva, aveva raggiunto un punto di minimo storico (il capitale di debito rappresenta nel 2011 il 62,9% del patrimonio netto).

Le condizioni di forte incertezza indotte dalle nuove turbolenze sui mercati finanziari nell'ultima parte dell'anno hanno inoltre determinato ulteriori incrementi nei livelli di premio per il rischio da parte degli istituti di credito.

Alla ulteriore forte selezione sulla domanda legata all'incremento della rischiosità della clientela, si sono affiancati nuovi incrementi nel costo del credito, sia nella componente a breve (i tassi di interesse bancari sui prestiti a breve termine sono passati dal 5,1% fine 2010 al 6,3% a fine 2011) che in quella a medio-lungo (dal 3,1% al 4,4%),<sup>6</sup> guidati dall'aumento dei costi della raccolta in seguito alla crisi nel rendimento dei titoli di stato.

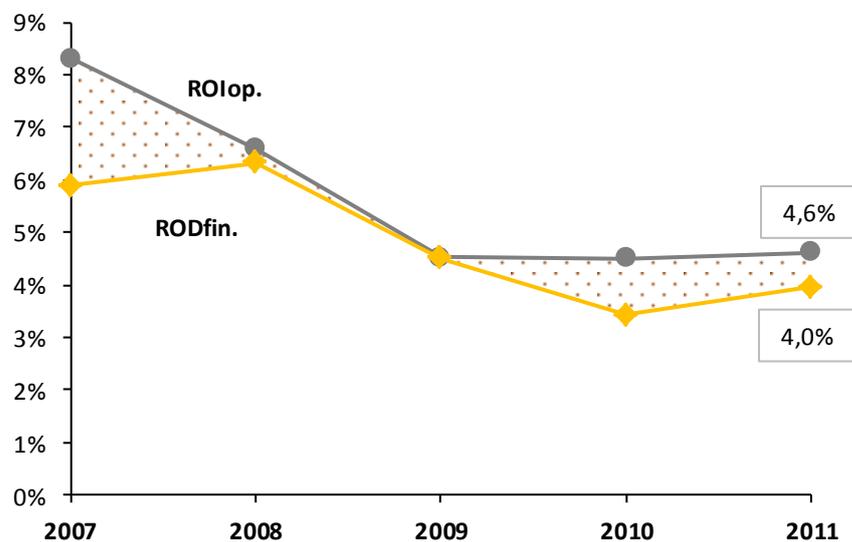
**La riduzione del rapporto debt/equity, vista favorevolmente in un contesto di tassi di interesse crescenti, non è stata sufficientemente ampia per innescare effetti positivi sul contributo della gestione finanziaria all'equilibrio generale di impresa.**

In tale contesto infatti il costo del debito delle società di capitali toscane si avvicina al rendimento degli investimenti in struttura operativa, determinando un incremento complessivo della rischiosità del sistema.(Fig. 2.13)

FIGURA 2.13

**Equilibrio finanziario delle società di capitali toscane nel periodo 2007-2011**

*Andamento del differenziale tra ROI operativo e ROD finanziario delle imprese nel periodo 2007-2011 (1)*



(1) dati riferiti ai bilanci in forma ordinaria

<sup>6</sup> Fonte: Banca d'Italia, rilevazioni sui tassi di interesse attivi e passivi. Cfr. *supra*, nota n.4

Il 2011 è dunque un anno in cui il costo del debito contratto per finanziare gli investimenti in struttura operativa si avvicina di nuovo pericolosamente al rendimento degli stessi, con una decisa riduzione dello spread tra i due indicatori (0,6% rispetto all'1,1% del 2010).

La **tendenza al progressivo deterioramento della liquidità potenziale generata dalla gestione operativa delle società di capitali toscane**, rende dunque sempre più rischiose le esposizioni verso gli istituti di credito, evidenziando una progressiva e intensa perdita di solvibilità per l'intero sistema.

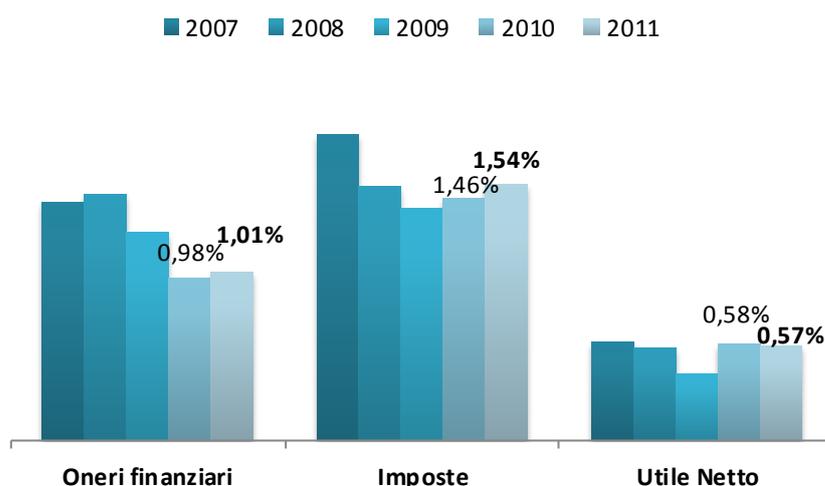
## 2.4 Redditività netta

Il 2011 vede un **lieve peggioramento nella redditività netta delle società di capitali toscane** (-0,1 punto percentuale), rispetto ad un 2010 in cui la crescita dei ricavi di vendita e le politiche di contenimento dei tassi di interesse avevano consentito un buon miglioramento. (Fig. 2.14)

FIGURA 2.14

### Redditività netta delle imprese toscane nel periodo 2007-2011

Incidenza % sul fatturato degli oneri finanziari, delle imposte, dell'utile netto



I nuovi incrementi nei tassi di interesse bancari determinano nel 2011 una crescita del peso degli oneri finanziari sul fatturato complessivo delle imprese che sale a 1,01 euro ogni 100 euro di fatturato.

Contestualmente prosegue nel 2011 la tendenza in aumento del peso delle imposte sul fatturato delle imprese toscane (+0,8 punti percentuali a parità sostanziale di fatturato): l'incidenza dell'area tributaria sul reddito ante imposte deve gran parte del suo incremento all'effetto dell'indeducibilità degli oneri finanziari dall'imponibile IRAP.

L'effetto combinato di tali fattori incide in riduzione di un decimo di punto sulla redditività netta delle società di capitali toscane: l'incidenza dell'utile netto sui ricavi delle vendite si porta a 0,58 centesimi per ogni 100 euro di fatturato, portandosi sui livelli del 2008.

### 3. UN CONFRONTO TRA ANDAMENTI SETTORIALI

Dopo un 2010 in cui la ripresa aveva interessato la generalità dei settori toscani, il 2011 è un anno di **forte accentuazione nella variabilità degli andamenti degli indicatori di sviluppo**. Cinque settori su otto evidenziano ancora una tenuta del fatturato, mentre **rimangono in crescita esclusivamente i margini delle imprese manifatturiere**. (Fig. 3.1 e Fig.3.2)

FIGURA 3.1

**Sviluppo: andamento dei ricavi delle vendite nel 2011 per macro-settore**

Variazioni % tendenziali

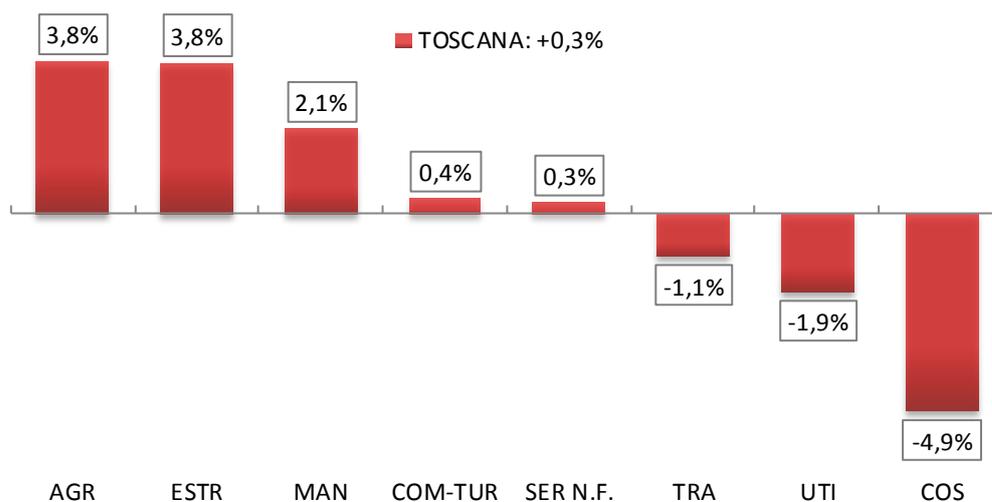
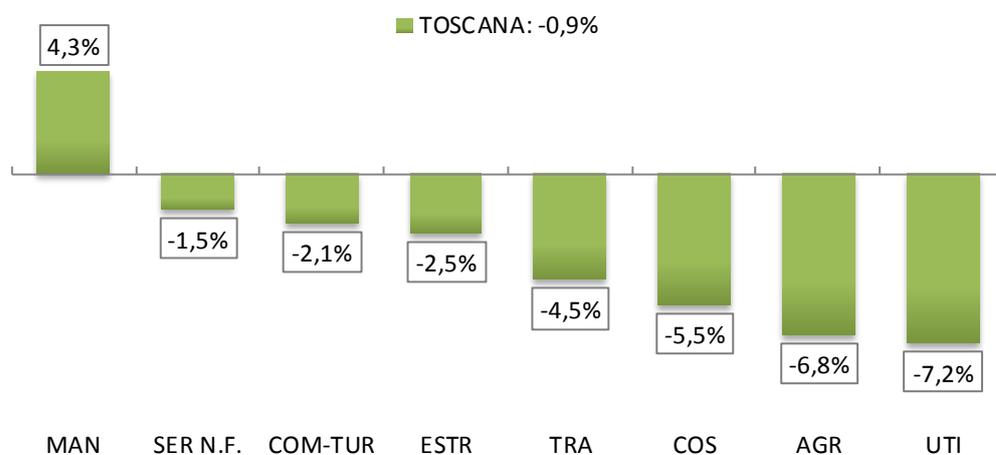


FIGURA 3.2

**Sviluppo: andamento del valore aggiunto nel 2011 per macro-settore**

Variazioni % tendenziali



Le caratteristiche di una crescita osservata esclusivamente nella prima parte dell'anno, e determinata dalla componente estera della domanda, hanno evidentemente condotto ad un miglioramento degli indicatori di sviluppo in media d'anno solo i settori maggiormente aperti ai mercati internazionali, e con imprese più strutturate.

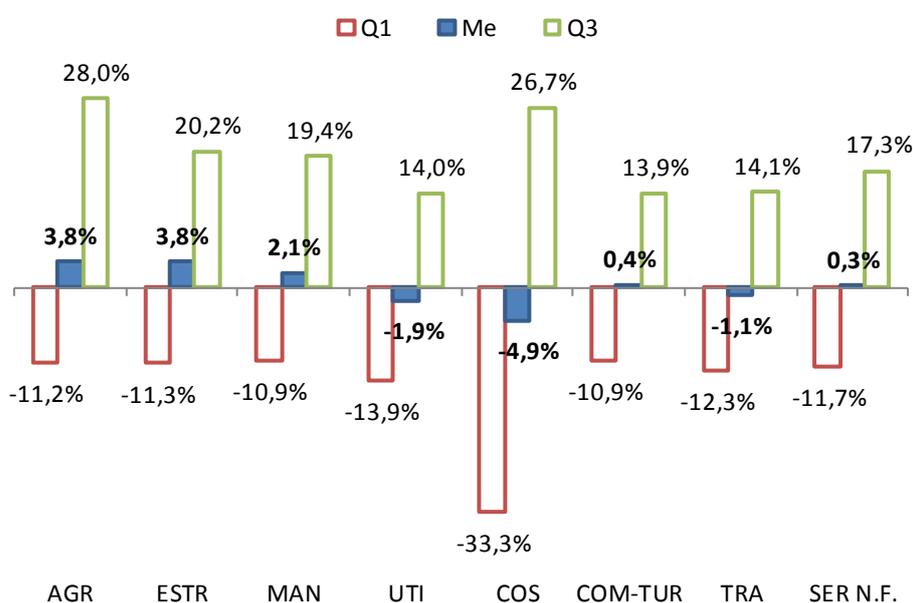
Andamenti in forte calo si osservano infatti per i settori orientati al mercato interno, con pesanti arretramenti soprattutto per le costruzioni, i trasporti, le utilities.

**Una forte eterogeneità nello sviluppo dei ricavi si osserva anche all'interno dei singoli settori. (Fig. 3.3)**

FIGURA 3.3

**Sviluppo: andamento dei ricavi delle vendite nel 2011 nei macro-settori per quartili**

Variazioni % tendenziali



Le variazioni % tendenziali del fatturato nel 2011 per quartili evidenziano uno scarto particolarmente ampio nello sviluppo dei ricavi tra andamenti decisamente positivi delle imprese di classi di fatturato elevate (terzo quartile della distribuzione) e crollo del fatturato per le imprese di dimensioni inferiori, confermando anche dal punto di vista della struttura dimensionale il peggior andamento dei settori orientati al mercato interno.

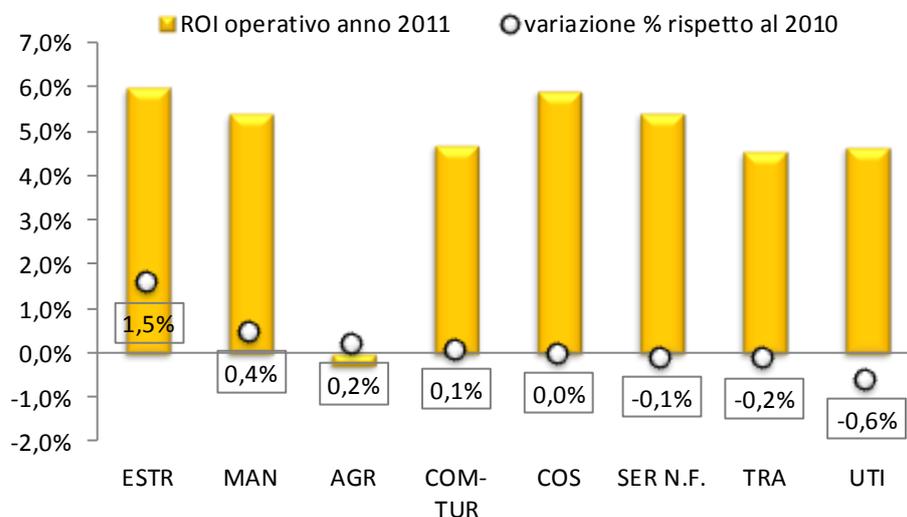
**I livelli di redditività operativa** - rapporto tra margini netti e capitale operativo investito netto - tra il 2010 e il 2011 **risultano in miglioramento** per estrattivo (+1,5 punti), manifatturiero (+0,4 punti), agricoltura (+0,2 punti, ma con un livello che rimane ancora negativo), commercio e turismo (+0,1 punti, ancora in linea con il dato mediano regionale). (Fig.3.4)

Sostanzialmente fermo rimane il livello di redditività del settore delle costruzioni, con livelli di rotazione del capitale invariati, a fronte della prolungata fase recessiva. Ancora una volta un ampio scarto interquartile evidenzia come, soprattutto nella prima parte della distribuzione (imprese appartenenti alle classi di fatturato inferiori), ci si trovi chiaramente da anni davanti ad una vera e propria «lotta per la sopravvivenza» delle imprese del settore.

FIGURA 3.4

**Redditività operativa per settore**

Livelli di ROI operativo nel 2011 e variazioni % rispetto al 2010



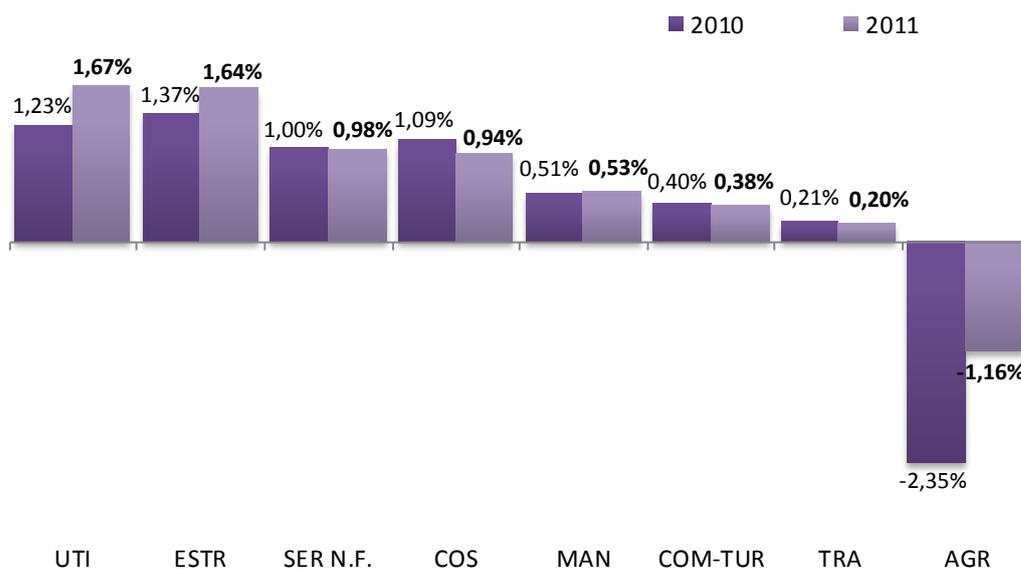
In ulteriore peggioramento, nonostante la tenuta del fatturato, il dato relativo alla redditività del comparto dei servizi (-0,1 p.p.), a fronte di una decisa crescita nell'incidenza del costo del lavoro per unità di prodotto. Pesanti arretramenti si osservano infine per le aziende dei settori trasporti (-0,2 punti) e utilities (-0,6 p.p.).

Un confronto tra i livelli di **redditività netta** evidenzia infine livelli più elevati rispetto alla mediana del complesso delle società di capitali per metà dei macro-settori (Fig. 3.4).

FIGURA 3.4

**Redditività netta per settore**

Incidenza dell'utile netto sul fatturato nel biennio 2010-2011



Utilities ed estrattivo mantengono anche nel 2011 i livelli di redditività netta più elevati (1,7 e 1,6 euro ogni 100 di fatturato), mentre perdono ulteriore terreno le costruzioni (nonostante il crollo dei ricavi l'incidenza della redditività netta passa da 1,09 a 0,94 euro ogni 100 di fatturato).

Sostanzialmente stabile il rapporto tra utili e fatturato per gli altri settori, con dei livelli che scendono al minimo storico per trasporti (0,2%) e soprattutto agricoltura, che nonostante il miglioramento, rimane ancora in perdita complessiva (-1,16).

## 4. PRIME PREVISIONI SUI CONTI ECONOMICI 2012 DELLE IMPRESE MANIFATTURIERE

### 4.1 Premessa

Il “ritardo” con cui vengono normalmente esaminati i dati di bilancio rispetto al loro riferimento temporale è il motivo sostanziale dell’approccio prevalentemente *strutturale* adottato nel presente rapporto.

Nel tentativo di monitorare le performance aziendali attraverso i dati di bilancio, in un periodo in cui gli effetti della crisi si sono fatti particolarmente evidenti e molto rapidi, per il quarto anno consecutivo è stato elaborato un modello di simulazione dei conti economici per l'esercizio successivo (quest'anno il 2012) all'ultimo disponibile<sup>7</sup>.

Oggetto della simulazione è l’universo delle società manifatturiere aventi costo del lavoro di almeno 300 mila euro (a valori attualizzati al 2007) e con bilanci presenti nell'intero periodo 2003-2011.

Sui dati di tali imprese sono stati per stimati i conti economici 2012 sulla base di alcune variabili chiave:

- variazione del valore della produzione dichiarata dalle imprese manifatturiere toscane (Fonte: Unioncamere Toscana-Confindustria Toscana, Indagine congiunturale sulle imprese manifatturiere toscane);
- numero di addetti equivalenti in cassa integrazione guadagni (Fonte: INPS);
- tassi di interesse attivi sulle operazioni autoliquidanti e a revoca per i settori industriali (Fonte: Banca d’Italia, Rilevazione campionaria dei tassi attivi)

La sperimentazione del modello di simulazione si è volutamente concentrata sulle sole variabili di conto economico, ritenendo che i dati patrimoniali, per loro natura, siano meno legati agli andamenti congiunturali e che, per tale motivo, ogni stima in tal senso sia soggetta ad un più ampio margine di errore, alla luce delle informazioni di contesto disponibili<sup>8</sup>.

### 4.2 I risultati della simulazione dei conti economici 2012 del settore manifatturiero

Il 2012 è un anno di ulteriore rallentamento del ciclo economico, che si riflette in un deciso peggioramento delle aspettative degli operatori economici sulla ripresa del fatturato.

I dati dell’indagine congiunturale sulle imprese manifatturiere con più di 10 addetti evidenziano tra gennaio e settembre 2012 una flessione complessiva del fatturato pari al 5%,

<sup>7</sup> Il modello di simulazione si concentra sulle sole variabili di conto economico, in quanto i dati patrimoniali sono per loro natura, meno legati agli andamenti congiunturali.

<sup>8</sup> Per maggiori approfondimenti *Cfr. infra*, nota metodologica.

in un contesto di mancata discesa dei prezzi alla produzione (+0,6% nello stesso periodo), e con nuovi ordinativi, in riduzione (-5,6% a settembre rispetto allo stesso periodo del 2011).

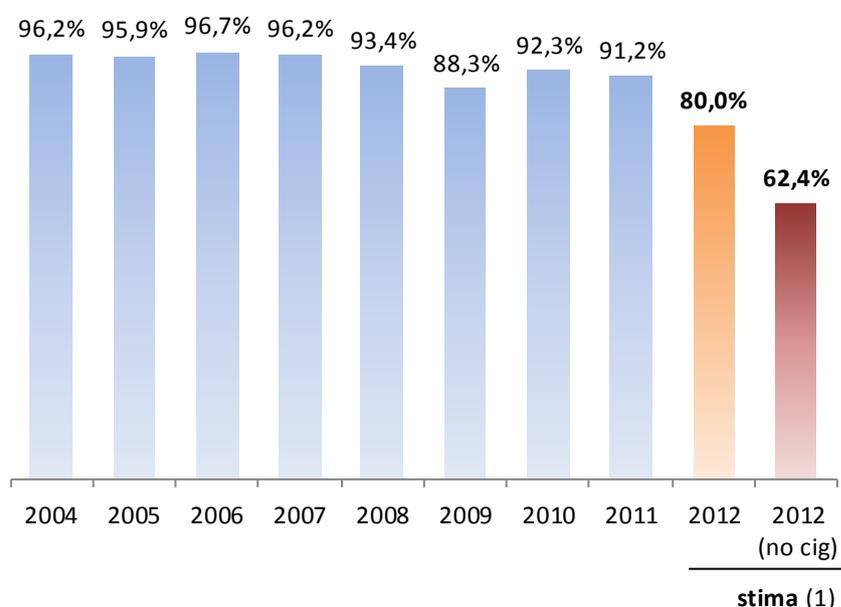
La domanda internazionale, fortemente indebolita dalla crisi dell'area Euro, rimane di fatto l'unico sostegno al fatturato delle imprese manifatturiere toscane, con una ulteriore accentuazione nell'eterogeneità degli andamenti negli indicatori di sviluppo tra tipologie di impresa, in ragione del mercato prevalente.

In tale contesto, i risultati del modello previsionale sui conti economici delle imprese manifatturiere a chiusura dell'esercizio 2012 segnalano un aggravamento nella marginalità operativa delle società di capitali toscane nel settore, che si accompagna ad un **processo di ulteriore diffusione delle perdite di marginalità nel tessuto imprenditoriale toscano**. (Fig. 4.1)

**FIGURA 4.1**

**Redditività della gestione operativa**

Incidenza % sul totale delle imprese con MOL > 0



(1) nostra stima su un panel di 1.158 società di capitali manifatturiere con bilanci disponibili per tutto il periodo.

La quota di imprese con margini operativi lordi maggiori di zero scende per il primo anno nella serie su livelli decisamente più bassi, evidenziando come, dopo la remunerazione dei costi del personale e prima di sostenere il costo del capitale investito (ammortamento), ben il 20% delle società di capitali manifatturiere stia chiudendo il 2012 con margini negativi.

**Come per il 2011, anche nel 2012 gli interventi della Cassa Integrazione Guadagni a supporto dell'occupazione regionale hanno agito da sostegno al MOL per una quota non irrilevante di società di capitali.** Senza l'intervento della CIG sul costo del lavoro, e a parità di altri fattori, solo il 62,4% delle società di capitali manifatturiere toscane sarebbe riuscita a chiudere l'anno con margini positivi sulle vendite secondo la stima del modello previsionale.

La serie storica degli indicatori di consuntivo relativi alla redditività delle vendite (rapporto tra margini lordi e fatturato) e all'autofinanziamento operativo lordo (che rappresenta il cash flow

“potenziale” generato dalla gestione operativa) per le imprese del panel evidenzia una tendenza decisamente decrescente (Fig. 4.2).

La nuova e drastica contrazione prevista nella redditività delle vendite (il livello del ROS è stimato in riduzione di 2,2 punti percentuali nel 2012) nonostante le politiche di compressione dei costi di ammortamento della struttura, appare determinante rispetto all’ altrettanto drastica riduzione dell’indicatore di autofinanziamento della gestione operativa (-1,9 punti percentuali).

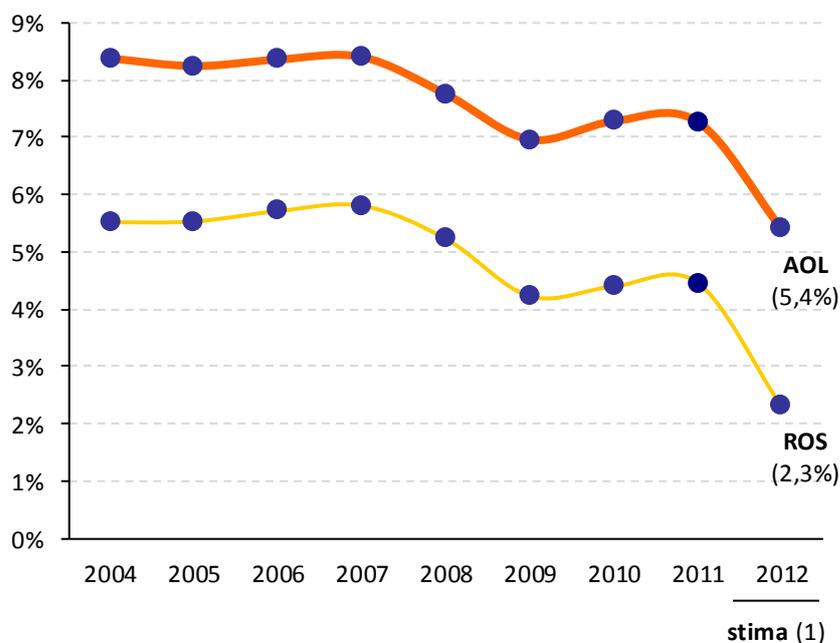
La stima per i conti economici 2012 evidenzia dunque come per effetto della gestione operativa si generino 5,4 euro di liquidità a disposizione per l’azienda ogni 100 di fatturato, contro i 7,3 del 2011.

**FIGURA 4.2**

**Redditività delle vendite (ROS) e autofinanziamento operativo lordo (AOL)**

ROS = Margine operativo netto (MON) su ricavi delle vendite (valori %)

AOL = Margine operativo lordo (MOL) su ricavi delle vendite (valori %)



(1) nostra stima su un panel di 1.158 società di capitali manifatturiere con bilanci disponibili per tutto il periodo.

Ancora una volta, in assenza degli interventi di cassa integrazione guadagni a sostegno delle imprese manifatturiere le società di capitali toscane avrebbero subito una riduzione dei margini sulle vendite ancora più intensa (che ne avrebbe portato il livello a soli 0,4 punti percentuali), mentre i flussi di cassa potenziali della gestione operativa, seguendo le stesse sorti, avrebbero prodotto poco più di 3 euro di liquidità ogni 100 di fatturato.

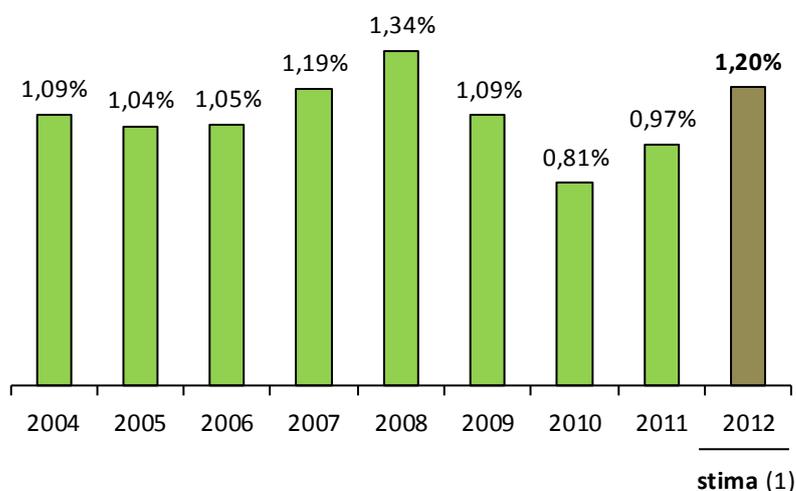
Livelli nettamente inferiori degli indicatori di redditività operativa e di liquidità delle imprese, in condizioni di nuova forte incertezza sulla ripresa del fatturato, e in un contesto di aumento della rischiosità complessiva e tassi di interesse crescenti, rendono nel 2012 più gravoso il peso della gestione finanziaria sugli utili.

La tendenza in aumento dei tassi di interesse avviatasi nuovamente a partire dal 2011 e proseguita almeno fino alla metà del 2012 con l'inasprirsi delle condizioni di incertezza legate alla crisi dei titoli di stato manifesta i propri effetti sulla redditività netta delle imprese manifatturiere, che pur in con una situazione di deterioramento degli indicatori di sviluppo, legati al contagio degli effetti recessivi sulla domanda internazionale, evidenziano una **crescita del peso degli oneri finanziari sul fatturato**. (Fig. 4.3).

**FIGURA 4.3**

**Incidenza degli oneri finanziari sul fatturato**

Rapporto fra oneri finanziari e ricavi delle vendite - Valori %



(1) nostra stima su un panel di 1.158 società di capitali manifatturiere con bilanci disponibili per tutto il periodo.

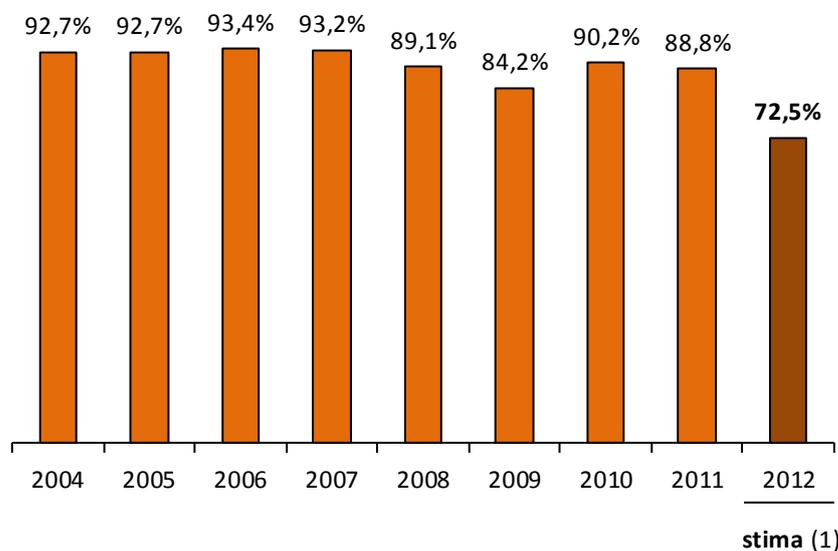
Se infatti nel 2010, grazie alla discesa dei tassi, il rapporto tra oneri finanziari e fatturato delle imprese manifatturiere era sceso ai livelli storicamente più bassi della serie (0,81% rispetto all'1,09% dell'anno precedente e all'1,34% del 2008), il 2011 e –soprattutto- il 2012 vengono chiusi con un rapporto tra interessi passivi e fatturato decisamente più elevato (nell'ultimo anno la stima del costo del credito per la mediana delle società di capitali manifatturiere è pari ad €1,20 ogni 100 di fatturato).

Le condizioni di marginalità decrescente, il peggioramento delle condizioni di liquidità ed il peso decisamente crescente del peso della gestione finanziaria sui fatturati sono dunque gli elementi che contribuiscono all'**ulteriore diffuso peggioramento del quadro di solvibilità delle imprese manifatturiere toscane**. (Fig. 4.4)

**FIGURA 4.4**

**Quota di imprese con autofinanziamento operativo superiore agli oneri finanziari**

Incidenza % sul totale delle imprese con  $(MOL - imposte - oneri finanziari) > 0$



(1) nostra stima su un panel di 1.158 società di capitali manifatturiere con bilanci disponibili per tutto il periodo.

La quota di imprese con autofinanziamento operativo lordo inferiore agli oneri finanziari cresce bruscamente, riportandosi sui livelli più bassi nella serie: le stime del modello previsionale evidenziano, nel 2012, una quota pari ad oltre un quarto delle società di capitali manifatturiere in difficoltà nella copertura degli oneri finanziari con i propri flussi di cassa operativi, segnalando una prospettiva di aggravamento delle condizioni di tenuta degli equilibri finanziari.

## 5. LE CONDIZIONI DI SOLVIBILITA' DEL SISTEMA PRODUTTIVO TOSCANO (F. GIUNTA – F. DAINELLI)

Dopo un 2010 in attenuazione, la crisi finanziaria ha ricominciato a farsi sentire nel 2011. Già fragili economicamente e finanziariamente, le imprese si sono trovate, dunque, di fronte a un ulteriore e grave discesa dei mercati. Appare interessante, quindi, esaminare la tenuta degli equilibri finanziari delle imprese regionali nel 2011, atteso che l'equilibrio finanziario è una condizione imprescindibile perché la gestione si possa svolgere ponendo le premesse per una duratura ripresa economica. Che il problema sia di una certa rilevanza lo confermano i dati sulle "partite anomale" di Banca d'Italia: "Le procedure fallimentari aperte nei confronti delle imprese toscane hanno continuato a crescere. Nel 2011 sono state pari a 882, in aumento dell'1,7% rispetto all'anno precedente. L'*insolvency ratio*, calcolato come numero di fallimenti aperti per 10.000 imprese attive all'inizio del periodo, è ulteriormente aumentato, portandosi a 24,1, un valore superiore alla media nazionale (22,9)"<sup>9</sup>.

L'impresa è in equilibrio finanziario quando è solvibile, ossia quando è capace di onorare i propri impegni di pagamento, senza compromettere la sua futura competitività. La solvibilità può essere apprezzata su due piani:

- *solidità patrimoniale*;
- *liquidità*.

Il concetto di liquidità si ricollega alla capacità dell'impresa di far fronte istante per istante ai propri impegni di pagamento; si tratta, dunque, di una solvibilità di breve termine. Con il termine solidità patrimoniale si intende, invece, l'attitudine dell'impresa di far fronte agli impegni di pagamento complessivamente e definitivamente, in un futuro non a breve.

L'analisi della solvibilità mira a determinare il grado di rischio che corrono i conferenti capitale di credito. Tale rischio è definibile come *rischio finanziario*, inteso nell'accezione specifica di *rischio di credito*. In questa accezione, il rischio finanziario esprime la probabilità che l'impresa non riesca a rimborsare i propri debiti nei tempi e/o negli importi stabiliti.

L'esame dei risultati di bilancio offre indicazioni utili per far luce su entrambi i profili della solvibilità.<sup>10</sup> Guardando al profilo della solidità patrimoniale, una misura di sintesi è rappresentata dal grado di autonomia finanziaria espresso dal *rapporto fra l'ammontare del capitale di rischio e quello di tutte le fonti di finanziamento impiegate dall'impresa*.

In generale, non esiste un rapporto di indebitamento ottimale definibile a priori; piuttosto, questo rapporto dipende dalle relazioni che intercorrono fra tassi di redditività degli investimenti e tassi di onerosità dell'indebitamento. In ogni caso, quali che siano queste relazioni, vi deve essere un "tetto" oltre il quale l'indebitamento non dovrebbe andare, onde non trasferire sui finanziatori terzi la maggior parte dei rischi insiti nell'attività imprenditoriale.

<sup>9</sup> Fonte: Banca d'Italia – L'economia della Toscana, rapporto n. 11, Giugno 2012.

<sup>10</sup> L'analisi che segue, per raggiungere un adeguato grado di approfondimento, è stata condotta sulle sole imprese che hanno redatto il bilancio in forma ordinaria. Questa circostanza deve essere tenuta presente al momento di generalizzare i risultati che emergono dall'indagine.

Su basi logico-deduttive, corroborate da risultanze empiriche, vengono proposti alcuni valori parametrici alla luce dei quali giudicare la congruità dell'indebitamento aziendale e il conseguente grado di rischio insito nella struttura finanziaria. L'idea di fondo è che il capitale di rischio debba costituire un "cuscinetto" di assorbimento delle potenziali perdite che si potrebbero manifestare nell'ipotesi estrema di liquidazione del complesso aziendale. Assumendo questa prospettiva, si ritiene comunemente che un'impresa il cui capitale netto sia inferiore a *un terzo* del complesso degli investimenti presenti elevate condizioni di rischio finanziario; ciò in quanto è prudentiale ritenere che circa un terzo del valore dell'attivo di bilancio, attivo nel quale i finanziamenti sono impiegati, vada perduto al momento della liquidazione.

Il rapporto fra stock di capitale impiegati dall'impresa per sostenere gli investimenti coglie solo la dimensione statica della solvibilità aziendale; cruciale è il flusso di risorse monetarie rese disponibili dalla gestione corrente per assicurare il servizio del debito, in linea capitale ma, prima ancora, in linea interessi. L'analisi della solidità patrimoniale si intreccia, così, con quella della liquidità generata dalla dinamica degli scambi monetari della gestione.

Quest'ultima dimensione dell'analisi può essere espressa attraverso gli indici di *coverage*, segnatamente il *coverage* degli oneri finanziari. Costruito mettendo a rapporto i flussi di cassa operativi con gli interessi passivi rilevati a Conto Economico, l'indicatore in parola segnala l'effettiva capacità dell'impresa di far fronte alle esigenze di rimborso periodico dell'indebitamento finanziario, senza ipotizzare complesse e sicuramente rischiose azioni di liquidazione degli investimenti aziendali. Ogni qual volta il rapporto si avvicina all'unità o, peggio, scende al di sotto di essa, l'impresa è di fatto in grado di servire i propri debiti solo ricorrendo ad altro capitale di credito.

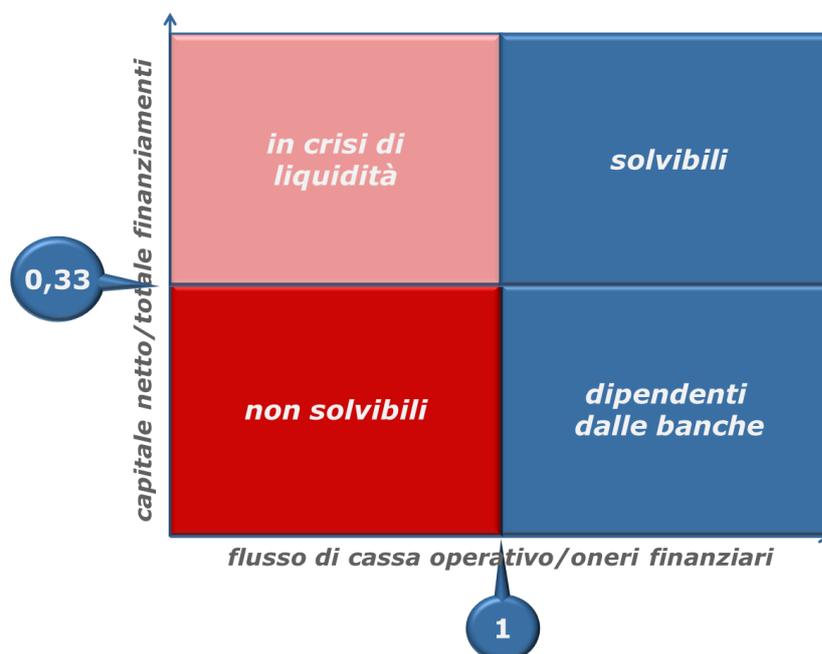
I valori assunti dalle due misure di sintesi della solvibilità brevemente prospettate possono essere rappresentati in un sistema di assi. Gli assi si incrociano rispetto ai valori soglia di ciascuna delle due misure, rispettivamente: 0,33 per il grado di autonomia finanziaria; 1 per il *coverage* degli interessi sul debito. Si disegnano, così, quattro quadranti ciascuno con un preciso significato interpretativo (Figura 5.1).

Muovendosi in senso orario, il quadrante in alto a destra identifica situazioni aziendali caratterizzate da apprezzabili livelli di capitalizzazione e sufficiente copertura del costo del debito; è possibile, quindi, parlare di imprese *solvibili*. Spostandosi nel quadrante in basso a destra, cresce la dipendenza dell'impresa dal capitale di credito, senza, però che venga meno la capacità dei flussi di cassa di servire il maggior debito; atteso che nella realtà della piccola e media impresa italiana, prima ancora che toscana, la principale fonte di capitale di credito è costituita dal sistema bancario, pare appropriato parlare, per questo quadrante, di formule imprenditoriali *dipendenti dalle banche*.

*Non solvibili* si possono invece qualificare quelle unità produttive collocabili nel quadrante in basso a sinistra. Qui, infatti, alla fragilità della struttura finanziaria si aggiunge l'inadeguatezza dei flussi monetari della gestione. L'ultimo quadrante, in alto a sinistra, raccoglie le imprese ben capitalizzate, ma carenti sul piano monetario; in altre parole, ancora solide ma con evidenti *tensioni di liquidità*.

FIGURA 5.1

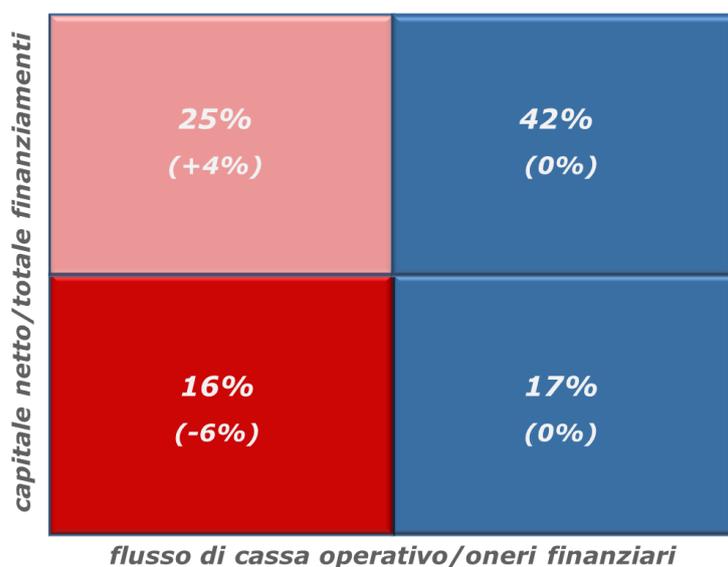
Le condizioni di solvibilità: una matrice di posizionamento



Popolando i vari quadranti con le imprese osservate, si ricava un quadro immediato delle condizioni di solvibilità del sistema produttivo regionale e del cambiamento in queste intervenuto fra il 2010 e il 2011 (Figura 5.2).

FIGURA 5.2

L'equilibrio finanziario delle imprese nel 2011 (vs 2010)



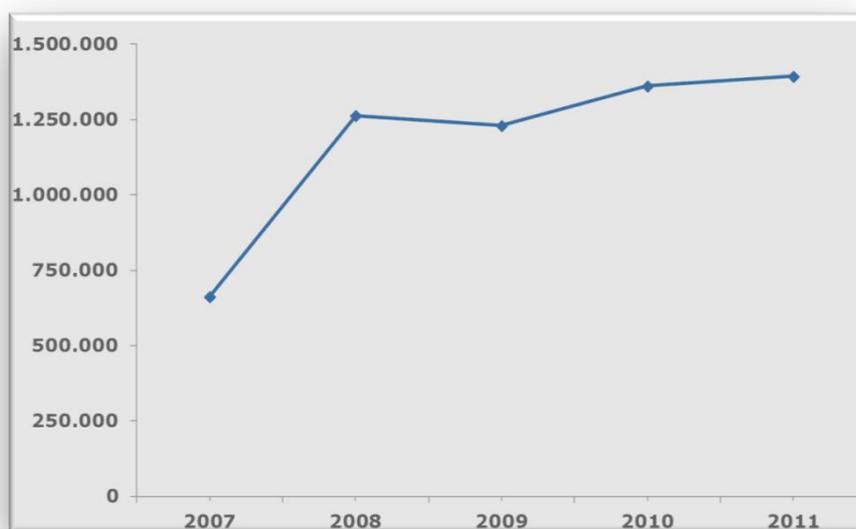
Dal quadro emerge che la maggior parte delle imprese (quasi il 60%) riesce a sostenere il peso dell'indebitamento autonomamente, con la liquidità prodotta dalle proprie vendite. E le cose, fortunatamente, sembrano essere immutate rispetto all'anno precedente.

Una valutazione più articolata va fatta, invece, per le restanti imprese, che fanno fatica a pagare gli oneri finanziari. La quota di aziende che è in vera e propria crisi è pari al 16%, una percentuale sicuramente non bassa. Tuttavia, questo numero appare in diminuzione rispetto al 2010. I fattori a cui ascrivere questo fatto sono fondamentalmente due: alcune imprese sono fallite, altre sono "salite" nel quadrante superiore, delle imprese "in crisi di liquidità". Per queste ultime, dunque, si assiste a un generale rafforzamento patrimoniale, segno della strenua fiducia imprenditoriale nel futuro delle proprie attività.

Il rafforzamento patrimoniale è frutto di processi di accumulo di capitale, non tanto e solo da debiti che sono in calo. La figura 5.3, che ritrae l'andamento dello stock di capitale di rischio, lo conferma, vedendolo aumentare nel 2011.

Tale fenomeno può essere letto come frutto di una duplice politica finanziaria delle imprese, riconducibile, in fondo, al legame banca-impresa caratterizzante il sistema italiano. Il tessuto imprenditoriale toscano è infatti popolato da imprese di piccole, se non piccolissime, dimensioni, legate alla banca, generalmente unico soggetto finanziatore, a duplice filo: il finanziamento, da un lato, le garanzie personali dei soci, dall'altro. In quest'ottica, dunque, appare normale che i soci abbiano interesse a ricapitalizzare o a lasciare maggiori utili in azienda (ipotesi, quest'ultima, più verosimile) per far fronte alla grande crisi, in ciò anche pressati da un sistema bancario con politiche sempre più ristrette di concessione e rinnovo degli affidamenti.

FIGURA 5.3  
**Evoluzione dello stock di capitale di rischio**  
*Valori assoluti*

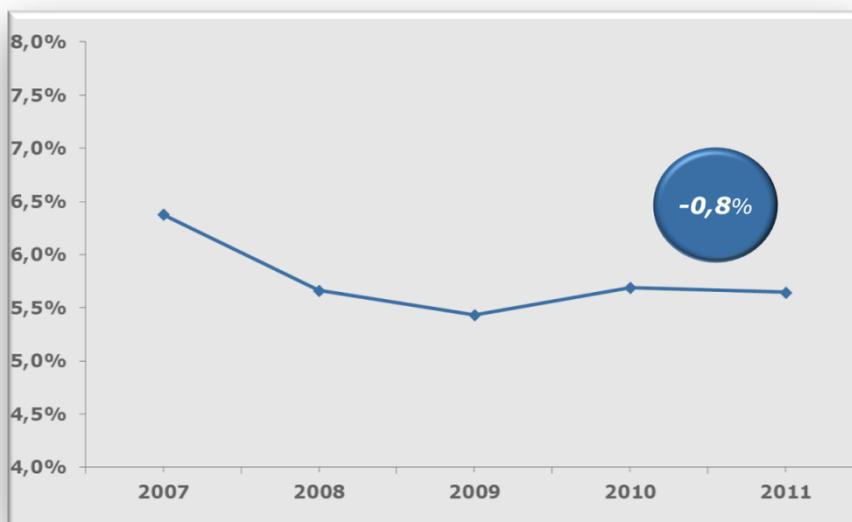


Il rafforzamento patrimoniale sopra evidenziato assume ancor più valore se si guarda all'andamento dei flussi di cassa lordi operativi, che non considerano le dilazioni di pagamento e le politiche di gestione del magazzino (Figura 5.4). Questi flussi, dopo la lieve ripresa del

2010, flettono in conseguenza dei minori volumi di vendita (-0,8%). Pertanto, inaridendosi l'autofinanziamento lordo, l'impegno dei soci nel sostenere la propria attività appare ancor più significativo.

FIGURA 5.4

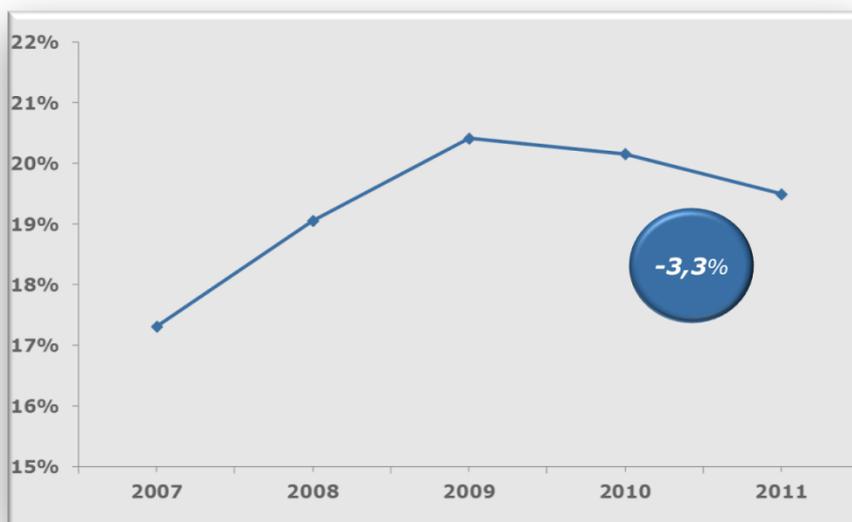
**L'autofinanziamento lordo**  
(MOL / Fatturato)



Per calcolare i flussi di cassa netti, all'autofinanziamento va aggiunto l'effetto della variazione nelle politiche commerciali fatta registrare nel 2011. Nel corso di questo anno, il tempo medio di riscossione delle vendite è leggermente calato (passando da 113 a 111). Ciò ha consentito una riduzione del volume di fabbisogno finanziario legato al ciclo operativo. Tale riduzione ha liberato "cassa" che ha compensato, almeno parzialmente, il calo dell'autofinanziamento (Figura 5.5).

FIGURA 5.5

**Il fabbisogno finanziario per unità di fatturato**

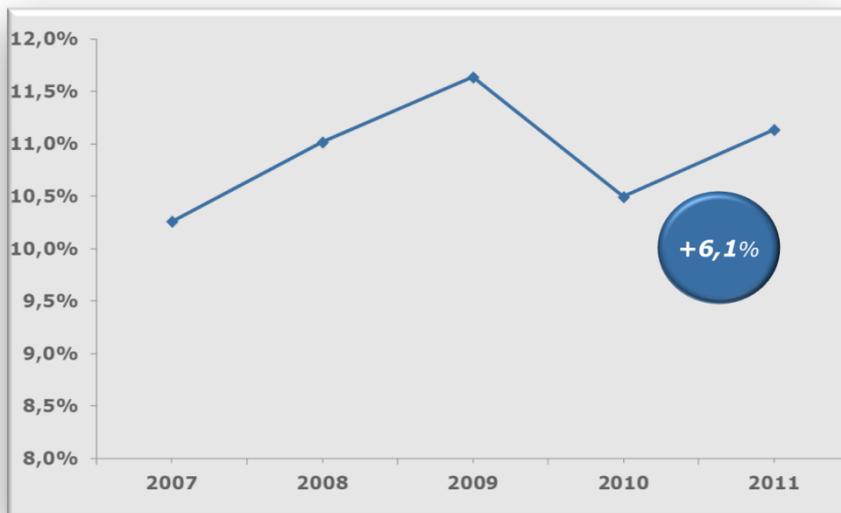


La liquidità rilasciata dal capitale circolante, tuttavia, non deriva da tempi di riscossione realmente accorciati, difficili da ipotizzare in momenti di così acuta crisi. Piuttosto, è più verosimile pensare a un maggior ricorso a operazioni di smobilizzo crediti.

La naturale conseguenza di queste operazioni non può che essere un incremento dell'indebitamento a breve termine. In rapporto al fatturato, tale forma di debito cresce infatti di oltre 6 punti percentuali (Figura 5.6).

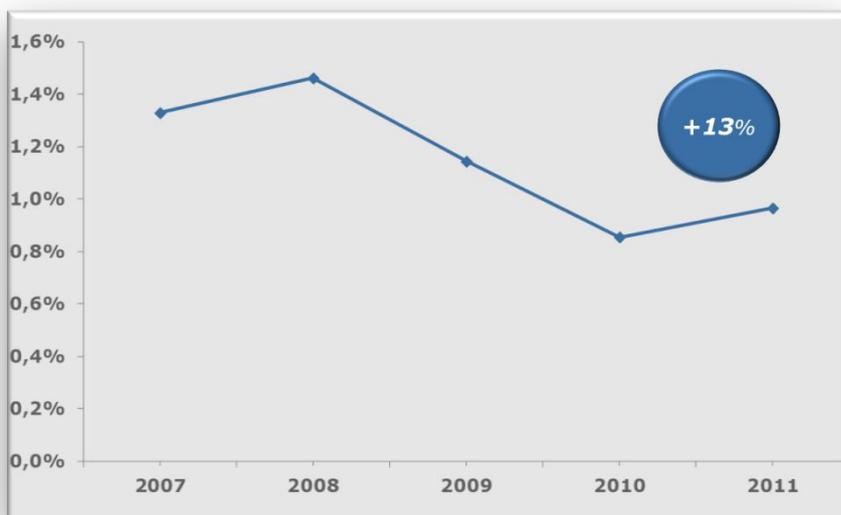
FIGURA 5.6

**Debiti a breve termine in rapporto al fatturato**

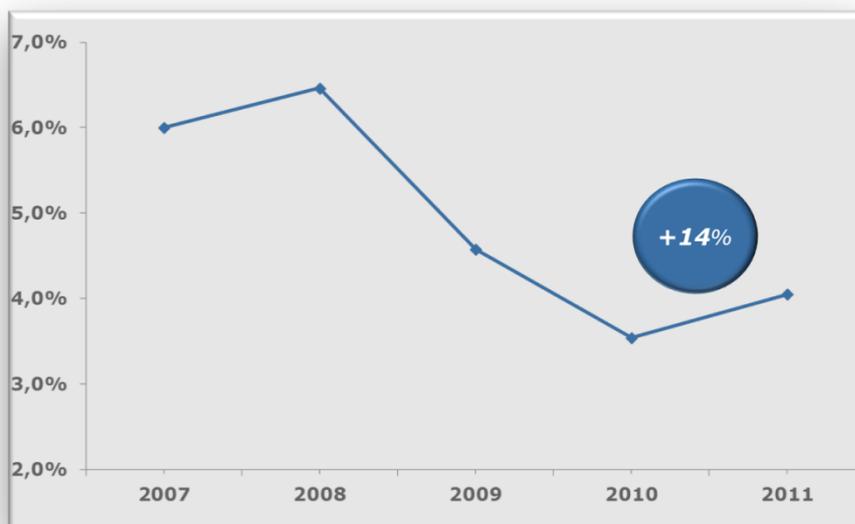


Un debito a breve che cresce genera un volume maggiore di oneri finanziari, innescando un pericoloso circolo vizioso, considerando che l'autofinanziamento operativo è in calo. Il peso che gli oneri finanziari esercitano sul fatturato torna a sfiorare l'1%, facendo registrare un aumento di ben il 13% rispetto al 2010 (Figura 5.7). Tale aumento è da imputare solo in minima parte al sopracitato incremento del debito. La causa prioritaria è da ascrivere a una decisa impennata dei tassi di interesse praticati alle imprese dal sistema bancario. Se, infatti, dopo anni di calo dei tassi, grazie a una politica di loro contenimento esercitata dalla Banca Centrale Europea, nel 2011 il nostro paese risente di condizioni particolarmente svantaggiose nella collocazione di titoli pubblici, ciò, inevitabilmente, fa lievitare i tassi di raccolta delle banche che, a loro volta, si vedono obbligate a innalzare i tassi sugli impieghi. Queste manovre vengono prevalentemente compiute sui debiti a breve, di natura autoliquidante o a revoca, che formano le principali fonti di approvvigionamento di capitale per le nostre imprese, considerato anche, come visto, il loro aumento nel 2011. In definitiva, un deterioramento della fiducia del nostro paese sui mercati internazionali si fa indubbiamente sentire sui conti economici delle imprese. La crescita dei tassi di interesse registrata contabilmente è del 14% (Figura 5.8).

**FIGURA 5.7**  
**Incidenza degli oneri finanziari sul fatturato**



**FIGURA 5.8**  
**Costo del debito finanziario**  
*(oneri finanziari / debiti finanziari)*



Il quadro sin qui delineato si presenta più articolato passando da una lettura aggregata del sistema produttivo toscano, quale quella sin qui proposta, a un'analisi del comportamento delle imprese distinte per classi dimensionali (Figura 5.9).

FIGURA 5.9

**Le condizioni di solvibilità delle imprese per classi dimensionali**

capitale netto/totale finanziamenti	Micro	23%	(-4%)	Micro	43%	(+5%)
	Piccole	24%	(+3%)	Piccole	44%	(+5%)
	Medie	28%	(+18%)	Medie	39%	(-7%)
	Grandi	30%	(+29%)	Grandi	30%	(-32%)
	Micro	14%	(-19%)	Micro	20%	(+11%)
	Piccole	15%	(-6%)	Piccole	17%	(-9%)
	Medie	15%	(+10%)	Medie	18%	(-12%)
	Grandi	22%	(+19%)	Grandi	18%	(+30%)
<b>flusso di cassa operativo/oneri finanziari</b>						

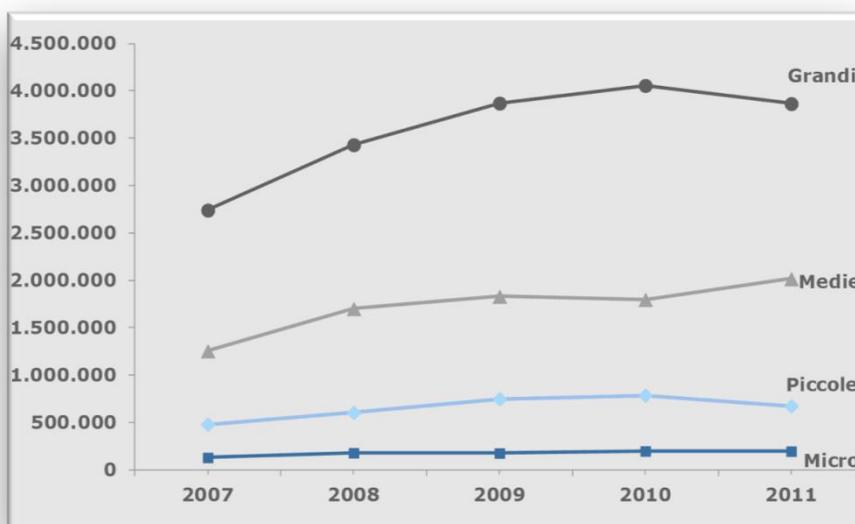
Fondamentalmente, sono le piccole e micro imprese che sembrano reagire meglio alla crisi. Il quadrante della insolvenza, infatti, viene popolato da un minor numero di imprese di questa dimensione nel 2011 rispetto all'anno precedente. Allo stesso tempo, si registra un aumento del 5% delle imprese piccole e micro nella sezione del pieno equilibrio finanziario. Il fenomeno si caratterizza in modo opposto per le imprese di maggiore dimensione.

Una prima spiegazione di questo fenomeno si ritrova nell'andamento dei livelli di capitalizzazione (Figura 5.10). Le grandi imprese, infatti, vedono contrarre sensibilmente la disponibilità dei capitali di rischio, probabilmente per via di perdite che ne erodono la consistenza. Le micro imprese, viceversa, insieme alle medie, incrementano leggermente i livelli di capitalizzazione.

FIGURA 5.10

**Evoluzione dello stock di capitale di rischio per classe dimensionale**

*Valori assoluti*

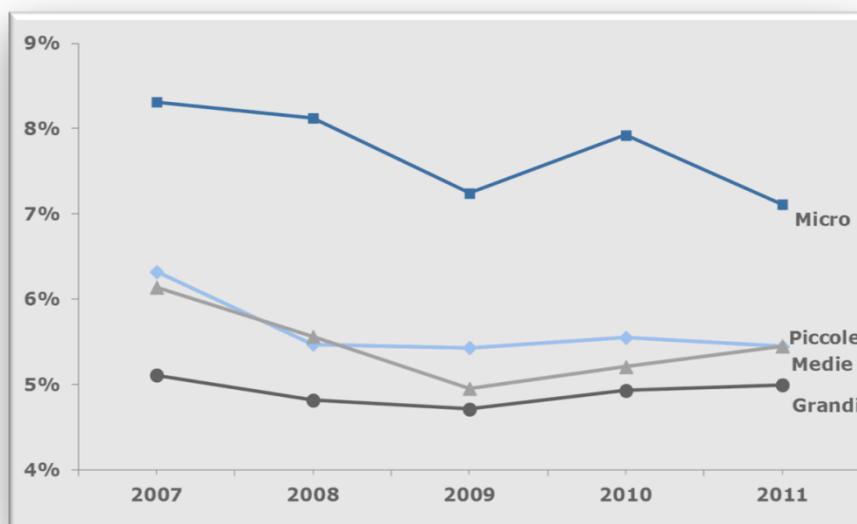


Per i flussi di cassa vale, invece, il ragionamento opposto. Qui sono le micro ad accusare maggiormente la crisi, che abbatte l'autofinanziamento lordo quasi al 7% del fatturato (Figura 5.11). Le grandi, viceversa, hanno un livello di rendimento delle vendite ben più basso, ma in costante aumento negli ultimi due anni. Questa classe dimensionale, dunque, riesce a non far flettere la marginalità operativa - e i relativi flussi di cassa - in un momento così critico.

L'andamento dei margini, dunque, ci dice che le condizioni di liquidità vanno spiegate guardando all'effetto esercitato dal circolante. I margini che scaturiscono dalle vendite, infatti, non diventano immediatamente "disponibilità di cassa" perché devono fare i conti con le dilazioni di pagamento e con la gestione del magazzino. In quest'ottica, le imprese medio-grandi fanno registrare un aumento medio di 3 giorni circa nella durata del ciclo monetario della gestione corrente (Figura 5.12).

Viceversa, le micro imprese vedono contrarsi tale durata di oltre 10 giorni, cosa che produce un importante effetto positivo sulla "cassa" aziendale. Riacciandosi all'affermazione in apertura, dunque, le imprese micro e piccole reagiscono meglio alla crisi perché, da un lato, realizzano un rafforzamento patrimoniale e, dall'altro, mettono in atto politiche di gestione del circolante che, generando liquidità, controbilanciano il calo della marginalità operativa.

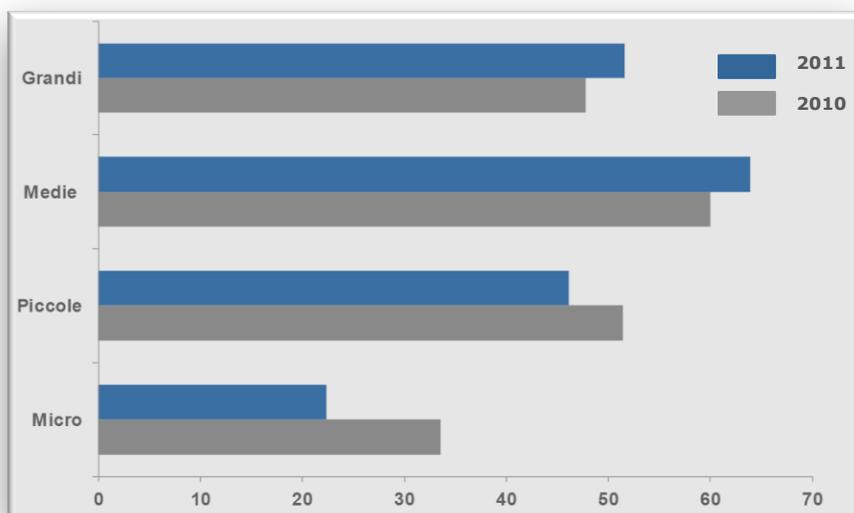
FIGURA 5.11  
**L'autofinanziamento lordo per classe dimensionale**  
*(MOL / Fatturato)*



È chiaro che queste manovre sul circolante non possono ritenersi ripetibili in futuro e, come tali, saranno di corto respiro, mettendo in futuro a nudo le difficoltà di una seria crisi economica.

FIGURA 5.12

**La durata monetaria del ciclo operativo per classe dimensionale**  
*Numero di giorni*



Il quadro regionale risulta ulteriormente arricchito dall'analisi delle condizioni di solvibilità nei macro-settori economici che animano il sistema produttivo (Figura 5.13).

FIGURA 5.13

**Le condizioni di solvibilità delle imprese per classe dimensionale**

capitale netto/totale finanziamenti	flussi di cassa operativi/oneri finanziari		flussi di cassa operativi/oneri finanziari			
	Classe	Valore (%)	Variazione (%)	Classe	Valore (%)	Variazione (%)
capitale netto/totale finanziamenti	Micro	23%	(-4%)	Micro	43%	(+5%)
	Piccole	24%	(+3%)	Piccole	44%	(+5%)
	Medie	28%	(+18%)	Medie	39%	(-7%)
	Grandi	30%	(+29%)	Grandi	30%	(-32%)
flussi di cassa operativi/oneri finanziari	Micro	14%	(-19%)	Micro	20%	(+11%)
	Piccole	15%	(-6%)	Piccole	17%	(-9%)
	Medie	15%	(+10%)	Medie	18%	(-12%)
	Grandi	22%	(+19%)	Grandi	18%	(+30%)

L'agricoltura sembra polarizzarsi fra il quadrante di piena solvibilità e il quadrante specularmente opposto, anche se le poche imprese di questo comparto suggeriscono di muoversi con cautela. La situazione delle imprese dei servizi migliora chiaramente. Calano del 10% il numero delle imprese in crisi acuta. Ugualmente calano, del 2%, le imprese che si trovano nella zona denominata "dipendenti dalle banche"; questo perché i loro flussi di cassa

non sono più sufficienti a sostenere il costo del debito. Allo stesso tempo, si registra un generalizzato aumento dei livelli di patrimonializzazione di queste imprese, che fanno maggiormente popolare i due quadranti in alto. Le imprese industriali, infine, tengono un comportamento difforme fra loro e rendono difficile una lettura di sintesi.

Scendendo ad osservare le cause di questa situazione, l'autofinanziamento prodotto dalle vendite cala sensibilmente per il mondo agricolo, mentre rimane sostanzialmente stabile negli altri due settori, con l'industria che migliora leggermente (Figura 5.14). Quello che dà una mano ai servizi e soprattutto all'agricoltura è una più efficiente gestione del capitale circolante, la cui durata si riduce, nel caso dell'agricoltura, anche marcatamente (Figura 5.15). I livelli di capitalizzazione, infine, mediamente aumentano per l'agricoltura, mentre risultano stabili per gli altri due settori (Figura 5.16). Questo sostanziale immobilismo che viene ritratto dai dati medi di bilancio dei due macro-settori più importanti, l'industria e i servizi, non aiuta a interpretare le dinamiche generali, perché il comportamento delle singole imprese è molto eterogeneo.

FIGURA 5.14

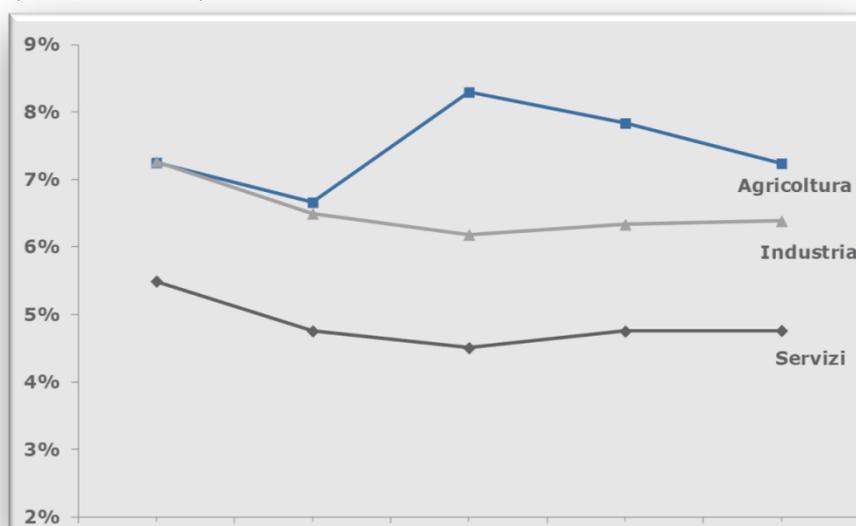
**L'autofinanziamento lordo per settori economici***(MOL / Fatturato)*

FIGURA 5.15

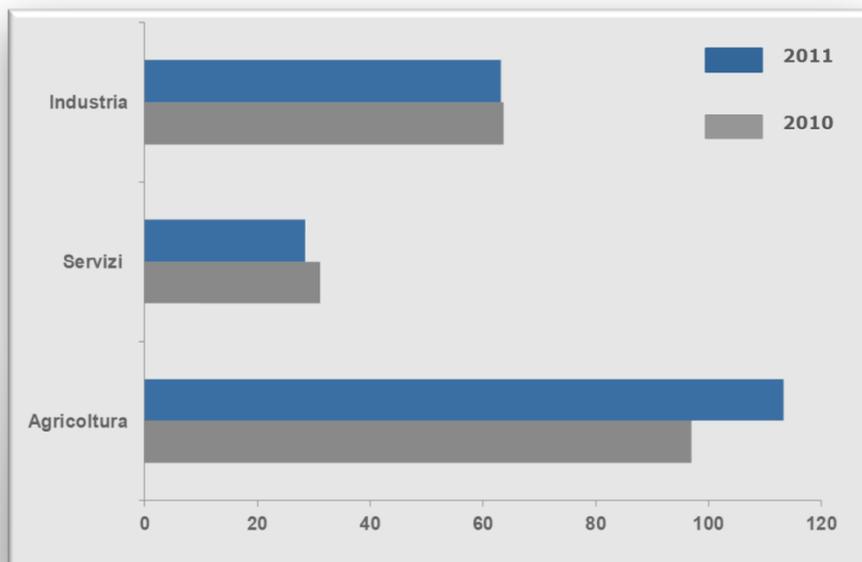
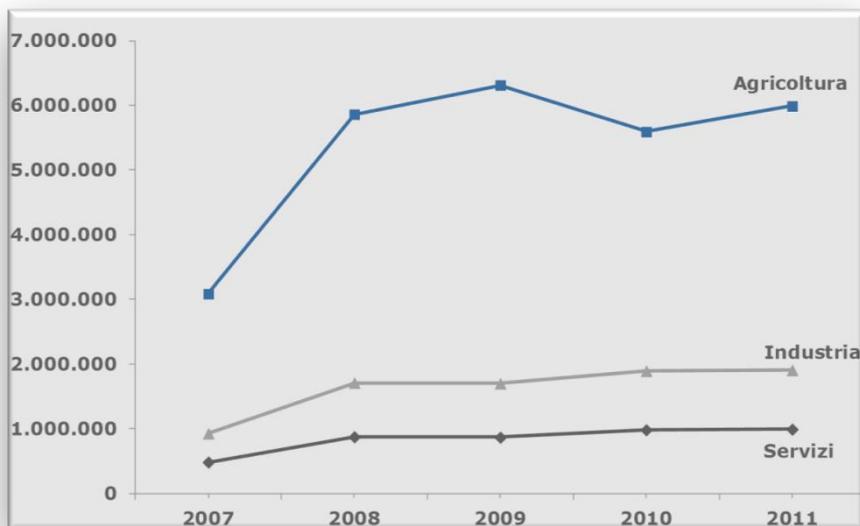
**La durata monetaria del ciclo operativo per settori economici***Numero di giorni*

FIGURA 5.16  
Evoluzione dello stock di capitale di rischio per settori economici  
Valori assoluti



## NOTA METODOLOGICA

### La popolazione di imprese monitorata

La popolazione di riferimento dell'Osservatorio è costituita dall'universo delle società di capitali con sede in Toscana che risultano in attività nel periodo compreso tra il 2007 e il 2011, con bilancio depositato per almeno un anno nel periodo.

L'universo della popolazione estratta varia di anno in anno a causa della natalità e mortalità dell'imprenditoria e di trasferimenti di sede sociale. Il campione, dunque, è aperto e ha il pregio di fotografare la mutazione e l'evoluzione del tessuto imprenditoriale nel corso del tempo.

La lista delle imprese estratte dalla banca dati è stata «scremata» per correggere le seguenti anomalie:

- imprese che presentano bilanci con valori palesemente anomali (valore dell'Attivo/Passivo non significativo);
- imprese che presentano bilanci che non quadrano (Attivo  $\neq$  Passivo); tali controlli si sono estesi anche alla quadratura interna dei principali margini economici e patrimoniali.

Inoltre, per tutte le imprese sopra i 5 milioni di fatturato, sono stati fatti ulteriori "aggiustamenti", grazie all'ausilio della CCIAA:

- modifica del codice ATECO nei casi di errata attribuzione, ossia qualora esso non contempli la reale attività dell'impresa;
- esclusione delle imprese di cui si conosce già lo stato di cessazione all'epoca, anche se erroneamente classificate ancora in attività.

A seguito di queste operazioni, la numerosità del campione in ogni anno di analisi è indicata in Figura M1.

FIGURA M1

#### Numerosità dell'universo analizzato

Valori assoluti e composizione % per tipologia di bilancio

Anno	2007	2008	2009	2010	2011
Numero bilanci	38.005	34.482	37.886	38.374	36.431

L'osservatorio si articola per settori d'attività economica. Tali settori sono stati definiti raggruppando le imprese in base al loro codice ATECO2007, come evidenziato in Figura M2.

**FIGURA M2**

**Settori di attività economica**

<b>Descrizione settore</b>	<b>ATECO 2007</b>
<b>AGRICOLTURA, SILVICOLTURA, PESCA</b>	<b>M1</b>
Agricoltura, silvicoltura e pesca	A01 - A02 - A03
<b>ESTRAZIONE DI MINERALI</b>	<b>M2</b>
Estrazione di minerali da cave e miniere	B05 - B06 - B07 - B08 - B09
<b>ATTIVITA' MANIFATTURIERE</b>	<b>M3</b>
Alimentari e bevande	C10 - C11
Industrie tessili	C13
Confezione di abbigliamento	C14
Pelle, cuoio e calzature	C15
Cuoio	C1511
Articoli da viaggio, borse	C1512
Calzature	C152
Legno e mobili	C16 - C31
Carta	C17
Chimica, farmaceutica gomma e plastica	C20 - C21 - C22
Prodotti della lavoraz. dei minerali non metalliferi	C23
Trattamento metalli	C24 - C25 - C3311
Elettronica	C26 - C27 - C3313 - C3314
Meccanica	C28 - C3312
Mezzi di trasporto	C29 - C30 - C3315 - C3316 - C3317
Altri settori manifatturieri	C12 - C18 - C19 - C32 - C3319 - C332
Oreficeria e gioielleria	C321
<b>UTILITIES</b>	<b>M4</b>
Energia gas e acqua, reti fognarie, gest. rifiuti, risanamento	D35 - E36 - E37 - E38 - E39
<b>COSTRUZIONI</b>	<b>M5</b>
Costruzioni	F41 - F42 - F43
	(segue)

(segue)	
<b>COMMERCIO, ALBERGHI. PUBBLICI ESERCIZI</b>	<b>M6</b>
Comm., manut. e rip. autov. e motocicli	G45
Comm. ingr. e interm. del comm. escl. autov.	G46
Comm. dett. escl. autov.; rip. beni pers.	G47
Alberghi ristoranti e agenzie di viaggi	I55 - I56 - N79
<b>TRASPORTI E COMUNICAZIONI</b>	<b>M7</b>
Spedizioni, trasporti e magazzinaggio	H49 - H50 - H51 - H52 - H53
Servizi di informazione e comunicazione	J58 - J59 - J60 - J61
Telecomunicazioni	J60 - J61
<b>ALTRI SERVIZI NON FINANZIARI</b>	<b>M8</b>
Informatica	J62 - J63 - S95
Attiv. Immobiliari	L68
Attività professionali, scientifiche e tecniche	M69 - M70 - M71 - M72 - M73 - M74 - M75
Noleggio e servizi di supporto alle imprese	N77 - N78 - N80 - N81 - N82
Altri servizi pubblici sociali e personali	P85 - Q86 - Q87 - Q88 - R90 - R91 - R92 - R93 - S94 - S96

Sia per l'aggregato che per ciascun macro-settore e sotto-settore è stata inoltre condotta un'analisi per classi dimensionali, individuate rispetto al volume d'affari. In particolare, sono state create 5 classi dimensionali denominate *Nano*, *Micro*, *Piccole*, *Medie* e *Grandi*<sup>11</sup>.

Ai fini dell'analisi dell'equilibrio finanziario delle imprese sono stati presi in considerazione le aziende con volume di attività superiore ai 500.000 euro.

I parametri adottati per formare le classi sono quelli indicati in Figura M3.

#### FIGURA M3

##### Le classi dimensionali definite sulla base del fatturato

Classi di fatturato	
Nano imprese	da € 100.000 a € 500.000
Micro imprese	da € 500.000 a € 2.000.000
Piccole imprese	da € 2.000.000 a € 5.000.000
Medie imprese	da € 5.000.000 a € 10.000.000
Grandi imprese	oltre € 10.000.000

Laddove il gruppo di imprese identificato dall'incrocio «settore/classe dimensionale» presentasse una numerosità inferiore a 5, non si è proceduto all'analisi statistica, perché ritenuta scarsamente significativa. In questo senso, anche i gruppi formati da poche imprese richiedono cautela nell'interpretazione dei dati e nel confronto con altri risultati.

## La riclassificazione dei bilanci

Il bilancio redatto secondo le norme del Codice Civile non mette pienamente in luce i margini reddituali e patrimoniali utili alla comprensione dell'equilibrio economico-finanziario di un'impresa. I valori del bilancio ufficiale, dunque, sono stati riclassificati. Il modello adottato

<sup>11</sup> Ai fini dell'analisi dell'equilibrio finanziario delle imprese, (cap.5 del presente rapporto) sono stati presi in considerazione i bilanci delle società di capitali con volume di attività superiore ai 500.000 euro.

per la riclassificazione dei valori di Stato Patrimoniale e di Conto Economico è ispirato alla logica di «pertinenza gestionale», la quale distingue e raggruppa gli investimenti e i finanziamenti, i costi e i ricavi, in relazione alle varie aree di gestione che caratterizzano il funzionamento aziendale. Le principali aree alle quali si è fatto riferimento sono le seguenti:

- a. gestione *operativa*, suddivisa in *ciclo operativo* (che dà luogo a investimenti e passività circolanti) e *struttura operativa* (che forma investimenti e passività strutturali);
- b. gestione *finanziaria*, *attiva* (investimenti finanziari) e *passiva* (debiti).

La Figura M4 illustra la riclassificazione delle varie poste di Stato Patrimoniale compiuta impiegando questa chiave interpretativa. In particolare, essa individua i principali aggregati della riclassificazione e le voci dello schema legale ex art. 2424 C.C. che li formano.

FIGURA M4

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale

ATTIVO EX ART. 2424 Cod.Civ.	MODELLO DI PERTINENZA GESTIONALE
<b>A. Crediti verso soci</b>	A detrazione del Patrimonio Netto
<b>B. Immobilizzazioni:</b>	
<b>I. Immobilizzazioni immateriali:</b>	
1) costi impianto e ampliamento	INVESTIMENTI STRUTTURALI
2) costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	( <i>Immobilizzazioni immateriali</i> )
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	
4) concessioni, licenze, marchi e altri diritti	
5) avviamento	
6) immobilizzazioni in corso e acconti	
7) altre	
<b>II. Immobilizzazioni materiali:</b>	
1) terreni e fabbricati	INVESTIMENTI STRUTTURALI
2) impianti e macchinario	( <i>Immobilizzazioni materiali</i> )
3) attrezzature industriali e commerciali	
4) altri beni	
5) immobilizzazioni in corso e acconti	
<b>III. Immobilizzazioni finanziarie:</b>	
1) partecipazioni in:	INVESTIMENTI FINANZIARI
a) imprese controllate	( <i>Immobilizzazioni finanziarie</i> )
b) imprese collegate	
c) imprese controllanti	
d) altre imprese	
2) crediti:	
a) verso imprese controllate	
b) verso imprese collegate	
c) verso imprese controllanti	
d) verso altri	
3) altri titoli	
4) azioni proprie	A detrazione del Patrimonio Netto
(segue)	

<b>C. Attivo Circolante:</b>	
<b>I. Rimanenze:</b>	
1) materie prime, sussidiarie e di consumo	INVESTIMENTI CIRCOLANTI ( <i>Rimanenze</i> )
2) prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	
3) lavori in corso su ordinazione	
4) prodotti finiti e merci	
5) acconti	
<b>II. Crediti:</b>	
1) verso clienti esigibili entro l'esercizio successivo	INVESTIMENTI CIRCOLANTI ( <i>Crediti</i> )
1) verso clienti esigibili oltre l'esercizio successivo	
2) verso imprese controllate esigibili entro l'esercizio successivo	INVESTIMENTI FINANZIARI ( <i>Attività finanziarie</i> )
2) verso imprese controllate esigibili oltre l'esercizio successivo	
3) verso imprese collegate esigibili entro l'esercizio successivo	INVESTIMENTI CIRCOLANTI ( <i>Crediti</i> )
3) verso imprese collegate esigibili oltre l'esercizio successivo	INVESTIMENTI FINANZIARI ( <i>Attività finanziarie</i> )
4) verso imprese controllanti esigibili entro l'esercizio successivo	INVESTIMENTI CIRCOLANTI ( <i>Crediti</i> )
4) verso imprese controllanti esigibili oltre l'esercizio successivo	INVESTIMENTI FINANZIARI ( <i>Attività finanziarie</i> )
4-bis) crediti tributari	INVESTIMENTI CIRCOLANTI
4-ter) imposte anticipate	( <i>Altri crediti</i> )
5) verso altri	
<b>III Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni:</b>	
1) partecipazioni in imprese controllate	INVESTIMENTI FINANZIARI
2) partecipazioni in imprese collegate	( <i>Attività finanziarie</i> )
3) partecipazioni in imprese controllanti	
4) altre partecipazioni	
5) azioni proprie	A detrazione del Patrimonio Netto
6) altri titoli	INVESTIMENTI FINANZIARI ( <i>Attività fin. .</i> )
<b>IV. Disponibilità liquide:</b>	
1) depositi bancari e postali	INVESTIMENTI FINANZIARI
2) assegni	( <i>Disponibilità liquide</i> )
3) denaro e valori in cassa	
<b>D. Ratei e risconti</b>	INVESTIMENTI CIRCOLANTI ( <i>Crediti</i> )
<b>PASSIVO EX ART. 2424 Cod.Civ.</b>	<b>MODELLO DI PERTINENZA GESTIONALE</b>
<b>A. Patrimonio Netto</b>	
I. Capitale	PATRIMONIO NETTO
II. Riserva da sovrapprezzo azioni	
III. Riserva di rivalutazione	
IV. Riserva legale	
V. Riserve statutarie	
VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio	
VII. Altre riserve	
VIII. Utili (perdite) portati a nuovo	
IX. Utile (perdita) dell'esercizio	
<b>B. Fondi per rischi e oneri</b>	
1) per trattamento di quiescenza e obblighi simili	PASSIVITÀ STRUTTURALI
2) per imposte, anche differite	( <i>Fondi rischi e oneri</i> )
3) altri	
<b>C. Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato</b>	PASSIVITÀ STRUTTURALI
	( <i>TFR</i> )
	(segue)

(segue)	
<b>D. Debiti:</b>	
1) obbligazioni	DEBITI
2) obbligazioni convertibili	(Altri debiti finanziari)
3) verso soci per finanziamenti	ad incremento del Patrimonio Netto
4) verso banche esigibili entro l'esercizio successivo	DEBITI (Banche a breve termine)
4) verso banche esigibili oltre l'esercizio successivo	DEBITI (Banche a m/l termine)
5) verso altri finanziatori	DEBITI (Altri debiti finanziari)
6) acconti	PASSIVITÀ CIRCOLANTI
7) verso fornitori	(Fornitori)
8) rappresentati da titoli di credito esigibili entro l'es. successivo	
8) rappresentati da titoli di credito esigibili oltre l'es. successivo	DEBITI (Altri debiti finanziari)
9) verso imprese controllate esigibili entro l'esercizio successivo	PASSIVITÀ CIRCOLANTI
	(Fornitori)
9) verso imprese controllate esigibili oltre l'esercizio successivo	DEBITI (Altri debiti finanziari)
10) verso imprese collegate esigibili entro l'esercizio successivo	PASSIVITÀ CIRCOLANTI
	(Fornitori)
10) verso imprese collegate esigibili oltre l'esercizio successivo	DEBITI (Altri debiti finanziari)
11) verso imprese controllanti esigibili entro l'esercizio successivo	PASSIVITÀ CIRCOLANTI
	(Fornitori)
11) verso imprese controllanti esigibili oltre l'esercizio successivo	DEBITI (Altri debiti finanziari)
12) debiti tributari	PASSIVITÀ CIRCOLANTI
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	(Altri debiti commerciali)
14) altri debiti	
<b>E. RATEI E RISCONTI</b>	PASSIVITÀ CIRCOLANTI
	(Altri debiti commerciali)

La Figura M5 mostra lo schema di sintesi al quale si giunge elaborando tali aggregati, secondo lo schema presentato.

In calce al prospetto sono state incluse alcune grandezze calcolate per consentire la costruzione di specifici indicatori di prestazione.

In particolare:

- *Fondo ammortamento immobilizzazioni materiali.* La posta è valorizzata nel caso di imprese che la indicano nel fascicolo di bilancio;
- *Immobilizzazioni materiali lorde.* È costituita dall'ammontare delle immobilizzazioni materiali al lordo del rispettivo fondo ammortamento. Tale grandezza è rappresentativa delle sole imprese per le quali è reso disponibile in bilancio l'importo del Fondo ammortamento;
- *Attività a breve.* Rappresenta l'ammontare delle poste con presumibile esigibilità inferiore ai 12 mesi evidenziate in bilancio;
- *Passività a breve* rappresenta l'ammontare delle poste con presumibile esigibilità inferiore ai 12 mesi evidenziate in bilancio;
- *Numero di dipendenti* ove fornito.

**FIGURA M5****Stato Patrimoniale riclassificato per pertinenza gestionale**

(a) INVESTIMENTI CIRCOLANTI
Crediti
Rimanenze
Altri crediti
(b) INVESTIMENTI STRUTTURALI
Immobilizzazioni materiali
Immobilizzazioni immateriali
(c) INVESTIMENTI OPERATIVI (a+b)
(d) INVESTIMENTI FINANZIARI
Immobilizzazioni finanziarie
Attività finanziarie
Disponibilità liquide
<b>(e) TOTALE INVESTIMENTI (c+d)</b>
(f) PASSIVITÀ CIRCOLANTI
Fornitori
Altri debiti commerciali
(g) PASSIVITÀ STRUTTURALI
Fondo TFR
Fondi rischi e oneri
(h) DEBITI
Banche a medio lungo termine
Banche a breve termine
Altri debiti finanziari
(i) ALTRI DEBITI[1]
(j) PATRIMONIO NETTO
<b>TOTALE PASSIVO (e+f+g+h+i+j)</b>
<i>Fondo ammortamento immobilizzazioni materiali</i>
<i>Immobilizzazioni materiali lorde</i>
<i>Attività a breve</i>
<i>Passività a breve</i>
<i>Numero dipendenti</i>

Seguendo la logica di pertinenza, gli aggregati della riclassificazione vengono ricomposti in uno schema di sintesi, in forma scalare (Figura M6).

Grazie a questo schema è possibile inquadrare meglio i legami fra le differenti forme di investimento e i finanziamenti ai quali si è fatto ricorso.

A tal fine, le attività vengono esposte al netto delle passività che hanno origine nella medesima area di gestione.

Si identificano così i fabbisogni finanziari netti che derivano dallo svolgimento di determinate operazioni di gestione e le vie alle quali si è ricorso per coprirli.

Per questo motivo il prospetto viene denominato «*Capitale investito – Capitale Raccolto*».

**FIGURA M6****Stato Patrimoniale «Capitale investito – Capitale Raccolto**

(a) Investimenti circolanti
(b) Passività circolanti[1]
<b>(c) Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC) (a-b)</b>
(d) Investimenti strutturali
(e) Passività strutturali
(f) Investimenti strutturali netti (d-e)
<b>(g) Capitale Operativo Investito Netto (COIN) (c+f)</b>
(h) Investimenti finanziari
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO (CIN) (g+h)</b>
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO (CIN) (g+h)</b>
coperto da:
(i) Debiti
(j) Patrimonio Netto
<b>CAPITALE RACCOLTO (i+j)</b>

Questa prima elaborazione di dati è stata compiuta sui bilanci in forma ordinaria. Tuttavia, gran parte delle imprese redige il proprio bilancio in «forma abbreviata» ai sensi dell'articolo 2435 bis del Codice Civile. Come noto, tale articolo consente alle imprese che si trovano al di sotto di alcuni parametri dimensionali di presentare un prospetto di Stato Patrimoniale più sintetico rispetto a quello ordinariamente previsto all'art. 2424 C.C.<sup>12</sup>

I bilanci delle imprese che sfruttano questa possibilità perdono, così, informazioni preziose. Il limite più rilevante che ne deriva è rappresentato dall'impossibilità di identificare alcuni valori operativi e finanziari in una logica di pertinenza gestionale. In particolare, non risulta possibile enucleare i debiti commerciali e, dunque, calcolare correttamente il capitale circolante netto operativo. Come conseguenza, anche sul versante dell'indebitamento si crea una commistione fra debiti di natura commerciale e debiti tipicamente finanziari.

I vincoli accennati hanno imposto di modificare il modello di riclassificazione adottando alcune soluzioni di «compromesso» che ne consentissero l'applicazione allo Stato Patrimoniale in forma abbreviata (Figura M7).

<sup>12</sup> L'articolo in parola recita: "le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

1. totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale: 4.400.000 euro;
2. ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro;
3. dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.

Nel bilancio in forma abbreviata, lo Stato Patrimoniale comprende solo le voci contrassegnate nell'articolo 2424 con lettere maiuscole e con numeri romani; le voci A e D dell'attivo possono essere comprese nella voce CII; dalle voci BI e BII dell'attivo devono essere detratti in forma esplicita gli ammortamenti e le svalutazioni; la voce E del passivo può essere compresa nella voce D; nelle voci CII dell'attivo e D del passivo devono essere separatamente indicati i crediti e i debiti esigibili oltre l'esercizio successivo".

FIGURA M7

La riclassificazione dello stato patrimoniale in forma abbreviata

ATTIVO EX ART. 2424 Cod.Civ.	MODELLO DI PERTINENZA GESTIONALE
	(Bilancio abbreviato)
A. Crediti verso soci	a detrazione del Patrimonio Netto
B. Immobilizzazioni:	
I. Immobilizzazioni immateriali	INVESTIMENTI STRUTTURALI ( <i>Immobilizzazioni immateriali</i> )
II. Immobilizzazioni materiali	INVESTIMENTI STRUTTURALI ( <i>Immobilizzazioni materiali</i> )
III. Immobilizzazioni finanziarie	INVESTIMENTI FINANZIARI ( <i>Immobilizzazioni Finanziarie</i> )
C. Attivo Circolante:	
I. Rimanenze	ATTIVITÀ CIRCOLANTI ( <i>Rimanenze</i> )
II. Crediti	ATTIVITÀ CIRCOLANTI ( <i>Crediti</i> )
III Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	ATTIVITÀ FINANZIARIE ( <i>Attività finanziarie</i> )
IV. Disponibilità liquide	
D. Ratei e risconti	ATTIVITÀ CIRCOLANTI ( <i>Crediti</i> )
PASSIVO EX ART. 2424 Cod.Civ.	MODELLO DI PERTINENZA GESTIONALE
	(Bilancio abbreviato)
<b>A. Patrimonio Netto</b>	
I. Capitale	PATRIMONIO NETTO
II. Riserva da sovrapprezzo azioni	
III. Riserva di rivalutazione	
IV. Riserva legale	
V. Riserve statutarie	
VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio	
VII. Altre riserve	
VIII. Utili (perdite) portati a nuovo	
IX. Utile (perdita) dell'esercizio	
B. Fondi per rischi e oneri	PASSIVITÀ STRUTTURALI ( <i>Fondi rischi e oneri</i> )
C. Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	PASSIVITÀ STRUTTURALI ( <i>Fondo TFR</i> )
D. Debiti esigibili entro l'esercizio successivo	DEBITI CORRENTI
D. Debiti esigibili oltre l'esercizio successivo	DEBITI DIFFERITI
E. RATEI E RISCONTI	PASSIVITÀ CIRCOLANTI ( <i>Altri debiti commerciali</i> )

Di conseguenza, il prospetto riclassificato di *Stato patrimoniale di pertinenza gestionale* che emerge è illustrato in Figura M8. Gli aggregati della riclassificazione sono, infine, stati ricomposti secondo lo schema di sintesi (*Capitale investito – Capitale Raccolto*).

Questo schema è stato utilizzato per rielaborare i dati di tutte le imprese, comprese quelle in forma ordinaria, in modo da fotografare l'intera popolazione.

#### FIGURA M8

##### Stato patrimoniale per pertinenza gestionale - bilancio abbreviato

(a) INVESTIMENTI CIRCOLANTI
Crediti
Rimanenze
(b) INVESTIMENTI STRUTTURALI
Immobilizzazioni materiali
Immobilizzazioni immateriali
(c) INVESTIMENTI OPERATIVI (a+b)
(d) INVESTIMENTI FINANZIARI
Immobilizzazioni finanziarie
Attività finanziarie
<b>(e) TOTALE INVESTIMENTI (c+d)</b>
(f) PASSIVITÀ CIRCOLANTI
Altri debiti commerciali
(g) PASSIVITÀ STRUTTURALI
Fondo TFR
Fondi rischi e oneri
(h) DEBITI
Debiti correnti
Debiti differiti
(i) PATRIMONIO NETTO
<b>TOTALE FINANZIAMENTI (f+g+h+i)</b>
Fondo ammortamento immobilizzazioni materiali
Immobilizzazioni materiali lorde
Attività a breve
Passività a breve
Numero dipendenti

La riclassificazione del Conto Economico segue la stessa logica del prospetto patrimoniale. I costi e i ricavi vengono raggruppati per aree di gestione.

Fortunatamente, il Conto Economico in forma abbreviata non subisce «tagli» rilevanti rispetto a quello in forma ordinaria e i limiti insiti nel modello riclassificato sono di marginale importanza.

Ciò consente di operare con un modello di riclassificazione i cui contenuti sono indicati in Figura M9.

FIGURA M9

**La ridistribuzione del conto economico**

CONTO ECONOMICO EX ART. 2425 Cod.Civ.	MODELLO A VALORE AGGIUNTO
<b>A. Valore della produzione</b>	
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	RICAVI DELLE VENDITE
2) variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	VARIAZIONE DELLE RIMANENZE
3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione	
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	INCREMENTI DI IMMOBILIZZAZIONI
5) altri ricavi e proventi	PROVENTI E ONERI NON CARATTERISTICI
<b>B. Costi della produzione</b>	
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	COSTI ESTERNI ( <i>Consumi</i> )
7) per servizi	COSTI ESTERNI ( <i>Servizi</i> )
8) per godimento di beni di terzi	COSTI ESTERNI ( <i>Godimento beni di terzi</i> )
9) per il personale:	PERSONALE
a) salari e stipendi	
b) oneri sociali	
c) trattamento di fine rapporto	
d) trattamenti di quiescenza e simili	
e) altri costi	
10) ammortamenti e svalutazioni	
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	AMMORTAMENTI IMMATERIALI
b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali	AMMORTAMENTI MATERIALI
c) altre svalutazione delle immobilizzazioni	SVALUTAZIONI
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	ACCANTONAMENTI PER RISCHI E ALTRI
11) variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	COSTI ESTERNI ( <i>Consumi</i> )
12) accantonamenti per rischi	ACCANTONAMENTI PER RISCHI E
13) altri accantonamenti	ALTRI
14) oneri diversi di gestione	PROVENTI ED ONERI NON CARATTERISTICI
<b>C. Proventi e oneri finanziari</b>	
15) proventi da partecipazioni	PROVENTI E PERDITE FINANZIARI
16) altri proventi finanziari	
a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni	
b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni	
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	
d) proventi diversi dai precedenti	
17) interessi e altri oneri finanziari	ONERI FINANZIARI
17-bis) utili e perdite su cambi	PROVENTI ED ONERI NON CARATTERISTICI
<b>D. Rettifiche di valore di attività finanziarie</b>	
18) rivalutazioni:	RETTIFICHE ATTIVITA' FINANZIARIE
a) di partecipazioni	
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	
19) svalutazioni:	
a) di partecipazioni	
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	
<b>E. Proventi e oneri straordinari</b>	
20) proventi	PROVENTI E ONERI STRAORDINARI
21) oneri	
22) imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	IMPOSTE
<b>23. Utile (perdita) dell'esercizio</b>	

Gli aggregati individuati in Figura M9 sono stati, quindi, sintetizzati nel prospetto di Conto Economico riclassificato in forma scalare raffigurato in Figura M10.

## FIGURA M10

### Conto economico a valore della produzione e valore aggiunto

(+) Valore della produzione operativa
Ricavi delle vendite
Variazione Rimanenze (Prodotti finiti e lavori in corso)
Incrementi immobilizzazioni
(-) Costi esterni
Consumi (Acquisti + Variazione delle rimanenze)
Servizi
Godimento beni di terzi
(=) Valore aggiunto
(-) Personale
(=) Margine operativo lordo (MOL)
(-) Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni
Ammortamenti immateriali
Ammortamenti materiali
Svalutazioni
Accantonamenti per rischi e altri
(=) Margine operativo netto (MON)
(+) Proventi e oneri non caratteristici
(=) Risultato Ante Gestione Finanziaria (RAGF)
(+) Proventi e perdite finanziari
(=) Risultato ante oneri finanziari (RAOF)
(-) Oneri finanziari
(=) Risultato ordinario
(+) Rettifiche attività finanziarie
(+) Proventi e oneri straordinari
(=) Risultato ante imposte
(-) Imposte
(=) Utile (perdita) dell'esercizio

## Il sistema degli indicatori

I valori di bilancio riclassificati sono stati analizzati attraverso un sistema uniforme di indicatori.

L'obiettivo è quello di mettere in luce tre fondamentali condizioni della realtà aziendale:

1. *sviluppo*;
2. *redditività*;
3. *solvibilità*.

L'esame dei tre aspetti oggetto di analisi consente di delineare le caratteristiche strutturali e di funzionamento delle imprese e verificare come queste cambino nel tempo, identificando le cause principali di tali cambiamenti.

Gli indicatori calcolati per investigare le tre dimensioni di analisi sono numerosi. Alcuni, quelli che necessitano informazioni dettagliate, sono stati calcolati solo sui bilanci in forma ordinaria.

## a) Lo sviluppo

Si esamina l'andamento temporale delle principali variabili che esprimono il volume d'attività e la dimensione aziendale. Le grandezze esaminate sono riportate in Figura M11.

Le statistiche dei ricavi, del valore aggiunto e degli investimenti strutturali sono state calcolate anche a prezzi costanti. Per esprimere i valori a prezzi costanti si è fatto ricorso alla seguente procedura di deflazionamento:

$${}_b v_t = \frac{v_t}{{}_b I_t}$$

dove  $v_t$  è la grandezza da deflazionare,  ${}_b I_t$  è l'indice dei prezzi in base  $b$  al tempo  $t$ ,  ${}_b v_t$  è la quantità desiderata, cioè la grandezza  $v_t$  valutata al livello dei prezzi in vigore al tempo base  $b$ .

Nel nostro caso, il tempo base è il primo anno di analisi e i relativi indici dei prezzi  $I_t$  utilizzati sono stati i seguenti:

- agricoltura: deflatori impliciti, specifici per *Ricavi e Valore Aggiunto*, calcolati dalle statistiche su *“Produzione, consumi intermedi e valore aggiunto in agricoltura”* di fonte ISTAT;
- estrattivo e manifatturiero: a) per i *Ricavi* sono stati impiegati deflatori ricavati dalle serie dei *“Prezzi alla produzione dei prodotti industriali”* di fonte ISTAT; b) per il *Valore aggiunto* si sono utilizzati deflatori impliciti calcolati dalle statistiche su *“Valore aggiunto”* di fonte ISTAT;
- rimanenti settori: deflatori impliciti (non differenziati per *Ricavi e Valore aggiunto*) calcolati dalle statistiche su *“Valore aggiunto”* di fonte ISTAT.

Per quanto riguarda gli *Investimenti nella struttura operativa*, mancando deflatori specifici ai quali poter fare riferimento, è stato impiegato un indice generico dei prezzi alla produzione dei beni strumentali di fonte ISTAT. Gli indici di variazione sono evidentemente calcolati sulle imprese che presentano i bilanci di entrambi gli anni della variazione.

Nel biennio in esame, dunque, l'indice viene di fatto calcolato su un campione chiuso di imprese. Le dinamiche di sviluppo, pertanto, non possono evidentemente catturare le imprese uscenti e entranti, come avviene per tutti i restanti indicatori, calcolati sui valori puntuali di ogni anno.

FIGURA M11

### Gli indici di sviluppo

	Numeratore	Denominatore
NI Ricavi	Ricavi (t)	Ricavi (t-1)
NI Ricavi a pr. costanti	Ricavi (t) a pr. (t-1)	Ricavi (t-1)
NI Valore aggiunto	VA (t)	VA (t-1)
NI Valore aggiunto a pr. costanti	VA (t) a pr. (t-1)	VA (t-1)
NI Invest. Circol.	Var. Invest. Circol. (t)	Invest. Circol. (t-1)
NI Invest. Strutt.	Var. Invest. Strutt. (t)	Invest. Strutt. (t-1)
NI Invest. Strutt. a pr. costanti	Var. Invest. Strutt. (t) a pr. (t-1)	Invest. Strutt. (t-1)

## b) La redditività

La redditività netta dei capitali investiti in azienda è il primo aspetto ad essere esaminato. Gli indici utilizzati sono riportati in Figura M12.

Particolare attenzione, in seguito, viene riservata alle dinamiche operative.

**FIGURA M12**  
Gli indici di redditività

<b>REDDITIVITÀ NETTA</b>	<b>Numeratore</b>	<b>Denominatore</b>
ROE	Utile dell'esercizio	Patrimonio Netto
ROEAST	Risultato ordinario - Imposte	Patrimonio Netto
ROI	RAOF	CIN
ROD medio	Oneri finanziari	Passivo - Patrimonio Netto
Quoziente di indebitamento	Passivo - Patr. netto	Patrimonio Netto
Incidenza area straordinaria	Ris. ante imposte	Risultato ordinario
Incidenza area tributaria	Utile dell'esercizio	Risultato ante imposte
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari	Ricavi delle vendite
Incidenza imposte	Imposte	Ricavi delle vendite
Utile d'esercizio escluso componenti straordinari %	Risultato ordinario - Imposte	Ricavi delle vendite
Utile d'esercizio %	Utile dell'esercizio	Ricavi delle vendite
<b>REDDITIVITÀ OPERATIVA</b>		
ROI operativo	Margine oper. netto	COIN
Valore Aggiunto %	Valore aggiunto	Ricavi delle vendite
ROS	Margine oper. netto	Ricavi delle vendite
Capital Turnover	Ricavi delle vendite	COIN
Turnover crediti	Ricavi delle vendite	Crediti
Turnover rimanenze	Ricavi delle vendite	Rimanenze
Turnover fornitori <sup>1</sup>	Acquisti + Servizi + godimento beni terzi	Fornitori
Turnover imm.ni materiali	Ricavi delle vendite	Imm.ni materiali
Giorni clienti		360 Turnover crediti
Giorni rimanenze		360 Turnover rimanenze
Giorni fornitori <sup>1</sup>		360 Turnover fornitori
Giorni circolante <sup>1</sup>	Giorni clienti + Giorni rimanenze - Giorni fornitori	
Intensità del lavoro sul capitale	Personale	Invest. strutt. op
Produttività del capitale <sup>2</sup>	Valore aggiunto	Imm.ni mater. lorde
Redditività lorda	Margine oper. lordo	Attivo operativo
Cf ROS	Margine oper. lordo	Ricavi delle vendite
CLUP	Personale	Valore aggiunto
MOL per unità di prodotto	Margine oper. lordo	Valore aggiunto
Indice di copertura ammortamenti	Ammortamenti materiali	Valore aggiunto
Incidenza imm.ni immateriali	Immobilizzazioni immateriali	COIN
Incidenza imm.ni materiali	Immobilizzazioni materiali	COIN
Incidenza circolante	CCNc	COIN
Tasso di reinvestimento	Capex	Valore aggiunto
Tasso di accumulazione <sup>2</sup>	Capex	Imm.ni mat. lorde (t-1)
Tasso di ammortamento <sup>2</sup>	Ammortamenti materiali	Imm.ni mater. Lorde
Grado di ammortamento <sup>2</sup>	Fondo amm.to immob. mat.	Imm.ni mater. Lorde
Capex	Var. imm.ni mater. (t,t-1) + ammortamenti anno t	
Qualità investimento	Var. imm.ni mater. (t,t-1)	Ammortamenti materiali

(1) L'indicatore è calcolato per le sole imprese che pubblicano il bilancio in forma ordinaria.

(2) La configurazione di Cash Flow utilizzata è calcolata sommando gli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni al Risultato ante gestione finanziaria.

## c) La solvibilità

L'analisi del profilo finanziario della gestione è stata condotta lungo due direttrici: solidità, volta a comprendere l'equilibrio della struttura finanziaria; liquidità, che mira a studiare l'equilibrio di cassa nel breve periodo. I relativi indicatori sono riportati in Figura M13.

FIGURA M13

**Gli indici di solvibilità**

<b>SOLIDITÀ</b>	<b>Numeratore</b>	<b>Numeratore</b>
<i>Autonomia finanziaria</i>	Patrimonio Netto	Totale Attivo
<i>Copertura immobilizzazioni</i>	Passività differite	Imm.ni materiali
<i>Indice di copertura</i>	Patrimonio Netto	Immobilizzazioni materiali
<i>Patrimonio Netto/Attivo immobilizzato</i>	Patrimonio Netto	Attivo immobilizzato
<i>Finanziamento fatturato</i>	Debiti (Passività correnti)	Ricavi delle vendite
<i>Debt Equity finanziario <sup>(1)</sup></i>	Debiti finanziari	Patrimonio Netto
<i>ROD finanziario <sup>(1)</sup></i>	Oneri finanziari	Debiti finanziari
<i>Incidenza oneri finanziari</i>	Oneri finanziari	Ricavi delle vendite
<i>Coverage oneri finanziari</i>	Margine operativo lordo	Oneri finanziari
<i>Coverage oneri finanziari ristretto</i>	MOL - imposte	Oneri finanziari
<i>Autonomia finanziaria ristretta</i>	Patrimonio Netto	CIN
<i>Passività differite / CIN</i>	Passività differite	CIN
<b>LIQUIDITÀ</b>		
<i>Finanziamento circolante <sup>(1)</sup></i>	Banche a breve termine	Capitale Circolante Netto
<i>Intensità indebitamento bancario a breve <sup>(1)</sup></i>	Banche a breve termine	Ricavi delle vendite
<i>Generazione di cassa <sup>(2)</sup></i>	Cash flow	Ricavi delle vendite
<i>Coverage banche a breve <sup>(1)</sup> <sup>(2)</sup></i>	Cash flow	Debiti vs banche a breve
<i>Current Ratio</i>	Attività correnti	Passività correnti
<i>Quick Ratio</i>	Attività correnti – Rimanenze	Passività correnti
<i>Pay-back passività differite <sup>(2)</sup></i>	Passività differite	Cash flow
<i>Ritenzione/distribuzione utili</i>	Variazione riserve	Utile anno precedente

(1) L'indicatore è calcolato per le sole imprese che pubblicano il bilancio in forma ordinaria.

(2) La configurazione di Cash Flow utilizzata è calcolata sommando gli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni al Risultato ante gestione finanziaria.

## Le elaborazioni statistiche

Un primo risultato prodotto è il bilancio «aggregato», che consiste nella somma delle poste dei singoli bilanci dell'insieme delle imprese di volta in volta esaminate.

Tale bilancio può essere interpretato come il frutto dell'intera attività imprenditoriale di un certo settore/territorio/classe dimensionale. Il bilancio aggregato è semplice da leggere e conserva i vincoli di quadratura e di segno delle singole poste che caratterizzano il bilancio di

ciascuna impresa. Evidentemente, nel bilancio aggregato le aziende più grandi incidono più marcatamente sulle performance globali.

L'analisi statistica degli indicatori di bilancio si presenta, invece, più complessa, perché il loro calcolo comporta problemi statistici di non poco conto. Prima di tutto, per ciascun indicatore sono state calcolate varie statistiche: il rapporto fra somme (RS), il 1° quartile (Q1), la mediana (Me), il 3° quartile (Q3).

Con riferimento a un dato gruppo di imprese, il rapporto fra somme non è altro che il valore dell'indice ricavabile dal bilancio aggregato: il nome «rapporto fra somme», infatti, sta a indicare che si rapportano i valori delle poste una volta che sono state operate le somme a livello di gruppo. Senza entrare nei dettagli formali, si fa comunque notare che il rapporto fra somme può essere espresso anche come media aritmetica ponderata degli indicatori delle singole imprese, dove i pesi sono costituiti dalle poste a denominatore. Questo fa sì che, a differenza della media aritmetica semplice (che, assegnando lo stesso peso a tutte le imprese, risente pesantemente della presenza di quozienti anomali), vengano automaticamente «sottopesate» le imprese con denominatore prossimo allo zero, aspetto che, come detto, origina assai spesso valori anomali. Tuttavia, esiste poi un secondo motivo in base al quale la media aritmetica deve essere usata con prudenza nell'analisi di bilancio. Le distribuzioni dei quozienti di bilancio risultano spesso notevolmente asimmetriche e presentano un'accentuata *curtosi*: per siffatte distribuzioni è noto che la media aritmetica semplice non è una sintesi adeguata.

Se i due motivi appena richiamati depongono a favore della media rapporto tra somme, è altresì importante precisare un limite della stessa. Si è infatti detto che si tratta di una media aritmetica ponderata dei quozienti, assumendo come pesi le poste a denominatore. È quindi inevitabile che essa sia influenzata dalle aziende «più grandi», in termini di denominatore dell'indice di bilancio costruito.

Sulla base di tali considerazioni, sono stati calcolati anche tre quartili. La mediana (il secondo quartile) è data da quel valore dell'indice di bilancio che separa in due gruppi uguali la distribuzione campionaria: le imprese che presentano valori maggiori dell'indice e quelle con valori minori. Ogni impresa, in sostanza, «vale uno», indipendentemente dalla sua dimensione. La mediana, inoltre, mitiga notevolmente anche i difetti di cui soffre la media aritmetica semplice di fronte a una distribuzione con accentuata *curtosi*. Un limite, invece, che si riscontra lavorando con questa statistica nasce dal fatto che essa non gode della proprietà di *trasformazione lineare*, e, dunque, le scomposizioni algebriche degli indicatori di bilancio non quadrano.

In secondo luogo, il calcolo di ogni indicatore presenta, essenzialmente, due criticità:

- a) presenza di valori anomali (*outliers*). Semplificando, i valori anomali sono valori degli indicatori particolarmente bassi o alti che, in quanto tali, possono non essere rappresentativi delle imprese del gruppo al quale fanno riferimento e, tuttavia, possono avere un peso rilevante in alcune statistiche di sintesi. Anomalie possono derivare sia dalle poste contabili che concorrono a formare il numeratore e/o il denominatore dell'indice, sia dalla presenza di poste a denominatore pari o prossime al valore zero
- b) problemi «di segno» delle poste a numeratore e a denominatore dell'indice. I problemi che derivano dal segno delle poste dell'indice si presentano quando

entrambe le poste a numeratore e denominatore possono assumere sia valori positivi che negativi. Da un punto di vista puramente numerico, un indice è positivo quando numeratore e denominatore hanno lo stesso segno, mentre è negativo quando hanno segno opposto. Sotto un profilo interpretativo, invece, queste situazioni sono profondamente diverse, pur a parità di segno. Si pensi, ad esempio, a un bilancio che presenta un patrimonio netto negativo e una perdita di esercizio: l'impresa avrà un ROE positivo (e magari elevato) solo perché i due segni si semplificano. Mentre nell'analisi per indicatori di una singola impresa, questo aspetto è immediatamente percepibile dall'analista, nella produzione di statistiche questa criticità richiede accorgimenti opportuni. Ulteriori problemi possono derivare quando anche solo la posta collocata a denominatore assume valore negativo. Infatti, se questa ha un'interpretazione in termini di *risorse utilizzate*, può essere preferibile una situazione in cui un certo ammontare a numeratore è ottenuto impiegando la minore quantità possibile indicata a denominatore (esempio: fatturato/capitale investito). Pertanto, posto che l'indicatore abbia significato quando assume sia valori positivi che valori negativi, ne consegue che: se il denominatore è positivo, la situazione migliora per valori crescenti dell'indicatore; se il denominatore è negativo, la situazione migliora per valori decrescenti dell'indicatore. Una chiara inversione dell'interpretazione a seconda del segno della posta a denominatore! Tuttavia, anche ammettendo tale impostazione, è opportuno segnalare due ordini di problemi: il primo è dato dal fatto che non sempre il denominatore è interpretabile in termini di risorse utilizzate (esempio: costo del personale/valore aggiunto); il secondo nasce dalla circostanza che questa interpretazione, a rigor di logica, richiede l'impiego di valori che effettivamente diano la misura delle risorse utilizzate, misura che non necessariamente coincide con quella registrata in bilancio al termine dell'esercizio.

Per smorzare gli inconvenienti dovuti a poste di denominatore «piccole», nulle o negative, si è operato ponendo delle soglie minime relativamente agli importi a denominatore degli indici di bilancio utilizzati. Le soglie individuate sono state scelte con criterio «prudenziale» per escludere dall'analisi il minor numero possibile di imprese ed evitare, al contempo, l'inconveniente in questione. La Figura M14 riporta tali soglie.

FIGURA M14

**Soglia minima per le variabili a denominatore di un indice**

Variabile	Soglia	Variabile	Soglia
	(in Euro)		(in Euro)
Ricavi	50.000	Rimanenze	5.000
Valore aggiunto	5.000	Debiti vs. fornitori	10.000
Inv. legati al ciclo operativo	10.000	Immobilizzazioni materiali	10.000
Investimenti Strutturali	10.000	Acq. + serv. + god. beni di terzi	10.000
Numero dipendenti	3	Immobilizzazioni materiali lorde	10.000
Capitale netto	10.000	Crediti	10.000
Capitale investito netto	10.000	Debiti finanziari	10.000
Totale attivo	50.000	Oneri finanziari	5.000
Passivo – Cap. netto	10.000	Attivo immobilizzato	10.000
Risultato ordinario	5.000	Passività a breve	10.000
Risultato ante imposte	5.000	Capitale circolante	10.000
Investimenti finanziari	10.000	Cash flow	5.000
COIN	10.000	Attivo operativo	50.000

Impiegando tali soglie, l'esclusione delle imprese è avvenuta nel modo seguente:

- relativamente al rapporto fra somme, le soglie minime servono a evitare il calcolo dell'indicatore (ad esempio, se l'utile ante imposte aggregato risulta negativo, non ha senso rapportare a questo le imposte per valutarne l'incidenza);
- per quanto riguarda i quartili, la soglia minima per il denominatore ha reso necessario un piccolo accorgimento nel loro calcolo. Data una variabile  $x$ , in generale il quartile  $p$ -mo è il valore  $x(p)$  che, una volta ordinate le osservazioni in ordine crescente, ne lascia alla sua sinistra una proporzione  $p$ . In particolare, primo quartile, mediana e terzo quartile lasciano alla loro sinistra, rispettivamente, una proporzione  $\frac{1}{4}$ ,  $\frac{1}{2}$  e  $\frac{3}{4}$  dei valori della variabile dopo averli ordinati. D'altra parte il «taglio» di alcune osservazioni, che consegue alla soglia minima, riduce la numerosità complessiva dell'insieme di osservazioni considerato. Per ovviare a questo inconveniente, il calcolo di ciascun quartile  $p$ -mo è stato aggiustato calcolando, sulle osservazioni rimanenti dopo il «taglio», il quartile  $x[(p-a)/(1-a)]$ , dove  $a$  è la proporzione di imprese «tagliate». Si tratta di un accorgimento che equivale a porre le imprese «tagliate» nelle posizioni più in basso dell'ordinamento crescente. È chiaro che così facendo si rende impossibile il calcolo dei quartili quando la proporzione di imprese «tagliate»  $a$  supera  $p$ . Questo spiega alcuni valori mancanti relativi alle statistiche d'interesse, più frequenti quando si considerano raggruppamenti di imprese poco numerosi.

## Il modello di simulazione dei conti economici delle imprese manifatturiere nel 2012

Per la simulazione dei conti economici delle imprese manifatturiere nel 2012 sono stati estratti dalla banca dati a disposizione dell'Osservatorio i bilanci di tutte le società manifatturiere toscane con costo del lavoro superiore a 300.000 euro attualizzati al 2007<sup>13</sup>.

Un'ulteriore selezione ha portato alla costruzione di un panel di imprese, con bilanci sempre presenti nel periodo 2003-2010: il modello previsionale è stato quindi sviluppato su un insieme di 1.158 imprese manifatturiere i cui bilanci sono sempre presenti nell'arco temporale considerato.

La variazione del valore della produzione dichiarata dagli imprenditori nelle rilevazioni congiunturali, distinta per provincia e settore manifatturiero (alimentari e bevande, tessile e abbigliamento, pelli e calzature, legno e mobilio, chimica-farmaceutica-gomma-plastica, prodotti non metalliferi, metalli, meccanica, elettronica e mezzi di trasporto, altri manifatturieri), costituisce il dato di partenza della simulazione.

La variazione del valore della produzione di ciascuna impresa, come risultante dai suoi dati di bilancio, è regredita sull'analogica variabile risultante dalle rilevazioni congiunturali (per l'anno e il settore corrispondenti) al fine di valutare gli scostamenti del valore della produzione

---

<sup>13</sup> Poiché l'indagine congiunturale condotta da Unioncamere Toscana e Confindustria Toscana riguarda le sole unità locali con oltre 10 addetti, per la confrontabilità con i dati dell'indagine si è assunto un costo lordo medio di 30.000 euro per addetto nel 2007.

contabile da quello rilevato congiunturalmente<sup>14</sup>. In tal modo è stato possibile ricavare dei fattori di correzione sistematica fra le due serie considerate per rettificare i dati congiunturali e giungere ad una stima del valore della produzione 2012 dell'impresa da utilizzare per la simulazione.

Per quanto riguarda costi esterni (costi di materie e per servizi), invece, l'obiettivo principale è consistito nello stimare come tale voce reagisce agli andamenti del valore della produzione. Regressioni sui dati storici hanno consentito di catturare, per ogni impresa, l'elasticità di tali costi : quindi di giungere ad una stima dei costi esterni totali per il 2012.

Con riferimento al costo del lavoro, ci siamo basati sulle stime dell'andamento dell'occupazione, sempre distinte per settore e provincia, rilevate da Unioncamere Toscana e Confindustria Toscana per l'anno 2012.

Tali valori sono stati successivamente rettificati per le ore di Cassa Integrazione Guadagni a cui le imprese hanno fatto ricorso nell'anno in questione, in modo da pervenire ad una stima dell'effettivo andamento degli addetti "a carico" dei bilanci aziendali. Il tasso di variazione degli addetti risultante da questa correzione è stato così applicato al costo del lavoro registrato nel 2011.

La parte restante della struttura operativa è stata assunta come fissa nel breve periodo: gli ammortamenti sono stati posti pari a quelli del 2011; anche i proventi e gli oneri diversi, in assenza di possibili stime, sono stati lasciati invariati rispetto all'anno precedente.

Nel primo caso, possibili evoluzioni del modello potrebbero portare ad una stima del tasso di investimento, problema peraltro di non agevole soluzione.

Gli oneri finanziari sono stati aggiornati tenendo conto dell'andamento dei tassi di interesse, prendendo come riferimento i *tassi attivi sulle operazioni autoliquidanti e a revoca* (fonte Banda d'Italia), secondo la formula

$$D(i, t - 1) \frac{OF(i, t - 1)}{D(i, t - 2)} \frac{r(t)}{r(t - 1)} .$$

La logica è quella di moltiplicare lo stock del debito ( $D$ ) della singola impresa (indice  $i$ ) all'anno ( $t-1$ ) per un tasso d'interesse, stimato aggiornando quello precedente (il fattore  $OF(i, t-1) / D(i, t-2)$ ) in base alla variazione media dei tassi ( $r(t) / r(t-1)$ ) di fonte Banca d'Italia.<sup>15</sup>

Infine, gli oneri e proventi straordinari sono stati posti pari a zero mentre, per quanto riguarda la fiscalità, l'IRES è stata calcolata come 27,5% del risultato ante imposte (se positivo) e l'IRAP come 3,9% del MOL = valore aggiunto-costi del personale (se positivo).

<sup>14</sup> Tecnicamente, tutte le regressioni descritte in questa nota sono regressioni lineari. I tests sulla significatività degli effetti impresa (effettuati nell'ambito della modellistica per dati panel) hanno infatti fornito esito negativo.

<sup>15</sup> Sarebbe più corretto utilizzare i debiti finanziari, in luogo dello stock del debito, ma buona parte dei bilanci è in forma abbreviata e tale posta non è valorizzata.

## APPENDICE STATISTICA

**UNIONCAMERE TOSCANA – UFFICIO STUDI**

## NOTE E APPROFONDIMENTI

- 2013-01 Osservatorio sui bilanci delle società di capitali in Toscana. Andamenti economici e situazione patrimoniale 2007-2011 - Previsioni anno 2012.  
*Marzo 2013*
- 2012-25 La congiuntura delle imprese del commercio al dettaglio in Toscana. Consuntivo III trimestre 2012 – Aspettative IV trimestre 2012  
*Dicembre 2012*
- 2012-24 La congiuntura dell'artigianato in Toscana. Consuntivo I semestre 2012 – Previsioni II semestre 2012  
*Novembre 2012*
- 2012-23 La congiuntura dell'edilizia in Toscana. Consuntivo I semestre 2012 – Previsioni II semestre 2012  
*Novembre 2012*
- 2012-22 Il commercio estero della Toscana – Il trimestre 2012  
*Ottobre 2012*
- 2012-21 Le imprese cooperative in Toscana – Il trimestre 2012  
*Settembre 2012*
- 2012-20 Le imprese cooperative in Toscana – I trimestre 2012  
*Settembre 2012*
- 2012-19 Osservatorio sulle Imprese Femminili – Il trimestre 2012. La dinamica imprenditoriale toscana secondo una prospettiva di genere  
*Settembre 2012*
- 2012-18 La congiuntura delle imprese del commercio al dettaglio in Toscana. Consuntivo II trimestre 2012 – Aspettative III trimestre 2012  
*Settembre 2012*
- 2012-17 Movimprese – Il trimestre 2012. Natalità e mortalità delle imprese registrate presso le Camere di Commercio della Toscana  
*Agosto 2012*
- 2012-16 Movimprese – I trimestre 2012. Natalità e mortalità delle imprese registrate presso le Camere di Commercio della Toscana  
*Agosto 2012*
- 2012-15 Osservatorio sui bilanci delle società di capitali in Toscana. Rapporto 2012.  
*Luglio 2012*

- 2012-14 Osservatorio sulle Imprese Femminili – I trimestre 2012. La dinamica imprenditoriale toscana secondo una prospettiva di genere  
*Giugno 2012*
- 2012-13 Il commercio estero della Toscana – I trimestre 2012  
*Giugno 2012*
- 2012-12 La congiuntura delle imprese del commercio al dettaglio in Toscana. Consuntivo 1° trimestre 2012 – Aspettative 2° trimestre 2012  
*Giugno 2012*
- 2012-11 La situazione dell’edilizia in Toscana. Consuntivo 2011, previsioni 2012  
*Maggio 2012*
- 2012-10 Giornata Economia 2012. Le pmi toscane all’inizio del 2012: una crisi “depressiva”?  
*Maggio 2012*
- 2012-09 La congiuntura dell’artigianato in Toscana. Consuntivo anno 2011 – previsioni 1° semestre 2012  
*Aprile 2012*
- 2012-08 Movimprese – Anno 2011. Natalità e mortalità delle imprese registrate presso le Camere di Commercio della Toscana  
*Marzo 2012*
- 2012-07 Osservatorio sulle Imprese Femminili – Anno 2011. La dinamica imprenditoriale toscana secondo una prospettiva di genere  
*Marzo 2012*
- 2012-06 Il ruolo dell’agricoltura nel contesto economico, sociale e ambientale. I principali risultati dell’indagine sulle imprese agricole toscane  
*Marzo 2012*
- 2012-05 Scenari agroalimentari globali e agricoltura toscana  
*Marzo 2012*
- 2012-04 Le imprese cooperative in Toscana – IV trimestre 2011  
*Marzo 2012*

Per informazioni:

Unioncamere Toscana – Ufficio Studi  
Via Lorenzo il Magnifico, 24  
50129 Firenze  
Tel. 055-4688.1  
Mail [studi@tos.camcom.it](mailto:studi@tos.camcom.it)  
Web [www.tos.camcom.it](http://www.tos.camcom.it)

Le note sono disponibili sul sito [www.starnet.unioncamere.it](http://www.starnet.unioncamere.it) nell’area territoriale Toscana.