

Reattività dell'impresa ai rischi e nuovi servizi di

Corporate Risk Management post crisi 2009

Gloria Gardenal*

Università Ca' Foscari di Venezia

Dipartimento di Management

San Giobbe, Cannaregio 873

30121 Venezia

ggardenal@unive.it

(Versione preliminare)

Estratto

La crisi economica del 2008 ha determinato l'uscita dal mercato di moltissime imprese. La ragione è da imputarsi principalmente alla sopravvenuta difficoltà a gestire i rischi d'impresa in modo opportuno, in un contesto sempre più complesso come è quello attuale. Studi recenti vanno affermando che i rischi non sono esclusivamente portatori di danno ma, di converso, possono essere anche portatori di nuova ricchezza, a patto che siano opportunamente gestiti. L'ottica di un buon risk manager, quindi, non deve essere solo quella di individuare gli opportuni strumenti di copertura finanziaria ma anche di saper sfruttare tutte le leve di manovra interne per rendere l'impresa più reattiva a situazioni di congiuntura economica sfavorevole. Il paper si inserisce in questo filone e, analizzando un campione di 419 aziende italiane, operanti in tutti i settori economici, cerca di individuare le relazioni tra alcuni risk driver e la redditività complessiva delle imprese. Inoltre, approfondisce l'analisi di queste relazioni all'interno di 5 settori industriali diversi, uno per ciascuna delle classi individuate da Pavitt nel suo lavoro seminale del 1984. Ne emerge come, in linea generale, il rapporto rendimento-rischio del campione analizzato sia distorto: maggiori rischi non aumentano la redditività, anzi la abbattano. Il comportamento dei settori risulta però molto variegato: alcuni (per esempio il settore della chimica) hanno delle caratteristiche (e leve di manovra) tali per cui reagiscono meglio di fronte a una crisi. Altri invece (per esempio la meccanica) hanno delle leve di manovra interne molto inferiori. Si apre pertanto la necessità di: 1) migliorare la capacità di analisi della struttura interna delle imprese; 2) individuare un modello di misurazione della capacità di reazione della stessa; 3) differenziare per tipologia di settore, al fine di essere più efficaci nella gestione dei rischi.

* Ringrazio sentitamente Paolo Gurisatti di Demos Step Srl per avermi fornito i dati campionari, per la supervisione del lavoro e per i preziosi commenti sull'analisi dei settori industriali e il Professor Guido Massimiliano Mantovani insieme alla Fondazione Teofilo Intato per l'impostazione sull'analisi dei rischi d'impresa.

Introduzione

La recente crisi economica ha fatto emergere come la questione relativa alla gestione del rischio aziendale sia un elemento determinante per la tenuta dei settori esposti alla concorrenza internazionale. Sia in Italia che all'estero le imprese hanno preso consapevolezza del fatto che la composizione dei rischi evolve nel tempo in un *continuum* e, con essa, ne evolve la qualità. Pertanto si pone la necessità, all'indomani degli eventi traumatici susseguitisi dal 2008 ad oggi, di capire come affrontare i rischi del prossimo futuro e quali soluzioni gestionali adottare.

Un recente studio condotto su un campione di 760 aziende italiane¹ ha evidenziato come solo un'impresa su tre dichiara di possedere validi dispositivi di *risk management*. Inoltre, dalla stessa indagine, emerge come accanto ai rischi classici, molti di più siano i rischi *atipici*. Questo aspetto “cozza” inevitabilmente contro un'offerta di prodotti di copertura del rischio (derivati e non solo) da parte del mercato finanziario basata, invece, su rischi standardizzati (e quindi codificati)². Appare quindi imprescindibile uno sforzo da parte delle imprese nel ricercare all'interno delle proprie strutture, organizzazioni e soprattutto scelte di *management*, le soluzioni di gestione del rischio ottimali, per poter sopravvivere ed essere redditizie in un'economia complessa come lo è quella attuale.

Lo studio sopra menzionato ha anche evidenziato come uno dei principali motivi per cui le aziende italiane risultano poco “reattive” al rischio sia legato ad una serie di ritardi nello sviluppo organizzativo. Il primo ritardo deriva dalla convinzione che rischio sia sinonimo di danno e che, pertanto, possa essere gestito solo *ex-post*. Lo studio dimostra invece che il rischio, quando opportunamente gestito, si è trasformato in molti casi in una fonte di nuovo valore per l'impresa. Il rischio è, pertanto, un fattore della produzione e può essere gestito *ex-ante*, prima che diventi un danno per l'azienda. Il secondo ritardo deriva dall'incapacità delle imprese di separare le opportunità dalle minacce. Il *corporate risk management* in senso “moderno” dovrebbe quindi permettere di investire sull'organizzazione dell'azienda per estrarre valore dai rischi, cogliendo le opportunità e limitando le minacce. Questo processo, evidentemente, non è immediato né semplice, perché richiede un cambio di paradigma nella gestione organizzativa, paradigma che passa attraverso alcune fasi-chiave quali: 1) saper individuare i rischi; 2) scegliere quali governare all'interno del contesto aziendale e quali trasferire a terzi; 3) far fruttare i rischi che si è scelto di gestire internamente; e 4) estrarre valore per l'azienda³.

Si apre, pertanto, una nuova frontiera nel settore dei servizi che consiste nella creazione di strumenti di supporto alle decisioni dei manager aziendali nelle attività di monitoraggio dei rischi, gestione degli stessi, previsione e controllo delle performance aziendali conseguenti. La chiave di successo più promettente in un quadro così articolato e in continua evoluzione sembra essere la flessibilità o meglio la “reattività”

¹ P. Gurisatti, G. Mantovani, *A ciascuno il suo rischio: le imprese italiane e la gestione dell'incertezza ai tempi della crisi*, Giovani Imprenditori Confindustria e Università Ca' Foscari, 2010.

² Stulz René M., *Rethinking Risk Management*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, Vol. 3, No. 3, pp. 7-24.

³ La classificazione è tratta dal lavoro di Gurisatti e Mantovani (cfr. nota 1).

organizzativa. L'attenzione dell'analisi va spostata, di conseguenza, dalla ricerca di una formula organizzativa standard alla ricerca di un buon sistema di previsione e di trasformazione dei rischi in opportunità e in valore. Se non esiste un assetto organizzativo ottimale di medio lungo periodo, che metta al riparo dai rischi una volta per tutte, è necessario individuare un dispositivo flessibile di controllo che consenta alle diverse aziende di reagire tempestivamente e in modo riconoscibile al sistema in cui operano.

Il presente lavoro si inserisce in questo filone e si pone come obiettivo quello di individuare alcuni strumenti utili a ridurre i ritardi delle imprese italiane nella gestione dei rischi e a costruire modelli di gestione "reattiva" degli stessi attraverso:

1. la determinazione dei legami tra le caratteristiche strutturali dei settori (classificabili in uno schema à la Pavitt⁴) e alcuni driver di rischio;
2. l'individuazione di uno schema di reattività di alcuni settori alla crisi del 2009;
3. l'individuazione di alcune linee guida per determinare la tollerabilità dell'impresa ai rischi attraverso diverse leve di manovra: a) soluzioni organizzative; b) il ricorso ai servizi offerti da aziende esterne; c) accordi tra partner di filiera; d) ...;

Il primo punto sarà approfondito analizzando i bilanci di 419 aziende italiane operanti in tutti i settori industriali⁵, con l'obiettivo di capire se esistano delle peculiarità nei rischi patiti dalle stesse, proprie del macro-settore di appartenenza. Le macro-classi utilizzate per operare questo confronto infra-settoriale saranno quelle definite da Pavitt nel suo lavoro del 1984 (ampliato nel 1989). Successivamente si cercherà di individuare la relazione tra questi driver di rischio "settoriali" e la redditività delle aziende stesse: un buon corporate risk management passa infatti, a parere di chi scrive, attraverso l'individuazione di eventuali anomalie nel rapporto rischio-rendimento sulle quali intervenire con strumenti (finanziari e non) opportuni. Il secondo e il terzo punto saranno affrontati in termini più qualitativi, andando a mappare l'evoluzione nel tempo dei rischi dei settori analizzati e cercando di definire gli schemi di reattività adottati per fronteggiare la crisi.

L'articolo si struttura in questo modo: il paragrafo 1 presenta il campione adottato per le analisi, descrive alcuni dei principali driver di rischio e individua il loro legame con la redditività aziendale a livello aggregato; il paragrafo 2 seleziona un settore per ciascuna delle 5 classi individuate da Pavitt (1984 e 1989) ed analizza il rapporto rendimento-rischio all'interno di ciascuno di essi; il paragrafo 3 propone una mappatura evolutiva dei rischi in ciascuno dei settori analizzati, evidenziando le aree in cui nuovi servizi di consulenza alle imprese potrebbero essere necessari; il paragrafo 4 conclude.

1. Legami tra le caratteristiche strutturali dei settori e i driver di rischio a livello aggregato

Un primo step nella progettazione di un buon sistema di corporate risk management passa attraverso lo studio del rapporto rischio-rendimento aziendale. La teoria finanziaria ci insegna che a maggior rischio deve

⁴ Pavitt K., *Sectoral patterns of technical change: towards a taxonomy and theory*, Research Policy, 1984, 13, pp. 343-373 e Pavitt K., Robson M., Townsend J., (1989), *Technological Accumulation, Diversification and Organisation in UK Companies, 1945-1983*, Management Science, Vol. 35, No. 1, pp.81-99.

⁵ Il dataset è un sotto-campione di quello utilizzato nello studio di Gurisatti e Mantovani (v. nota 1), rivisto con i dati aggiornati fino al 2009.

corrispondere un maggior rendimento. Recenti studi⁶ su un campione di aziende del Nord-Est d'Italia hanno tuttavia dimostrato che, anche a seguito della crisi economica del 2008, tale rapporto si è invertito: i maggiori rischi patiti dalle imprese ne hanno sistematicamente abbattuto la redditività a tutti i livelli. Questo risultato supporta un'attitudine dei manager a gestire il rischio ex-post, ovvero quando si è già trasformato in un danno. Una gestione anticipata, invece, avrebbe (probabilmente) permesso alle imprese di limitare gli effetti devastanti della crisi. Si pone quindi la necessità di fornire servizi specializzati nella consulenza su questi temi, capaci di aiutare l'imprenditore a stimare il livello di rischio complessivo futuro, insieme al livello di tollerabilità sopportabile dall'impresa.

Un processo di questo tipo non è semplice né immediato perché implica il massimo livello di personalizzazione del servizio. Un primo step, come anticipato poche righe sopra, potrebbe consistere nello studiare il rapporto rendimento-rischio delle aziende, per capire il legame tra specifici driver di rischio e redditività aziendale e fornire così supporti mirati all'attività d'impresa. Nell'esperienza italiana, fatta principalmente di piccole e medie imprese non quotate, i dati contabili sono il punto di partenza per questo tipo di analisi. Pertanto, anche in questa sede, si cercherà di fornire degli strumenti di analisi basati su questo tipo di informazione.

In particolare, si cercherà di analizzare il suddetto rapporto con un obiettivo più ampio, ovvero quello di individuare se esistano specificità settoriali di rilievo tra i driver di rischio selezionati e la redditività dei settori⁷. Si procederà pertanto in questo modo: a partire da un campione di 419 aziende italiane, si sceglieranno 5 settori appartenenti ciascuno ad una diversa macro-classe tra quelle individuate da Pavitt (1984 e 1989). Di ciascuno se ne estrarranno degli indicatori di rischio aziendale e si cercherà di capire in che modo essi impattino sulla redditività. I dati saranno di tipo ex-post e serviranno per capire, allo stato attuale, quali sono i driver sui quali agire per impostare dei sistemi di corporate risk management in linea con le esigenze attuali. Si cercherà anche di fare una mappatura evolutiva di ciascuno dei rischi analizzati per settore, al fine di capire in che modo i settori abbiano reagito (e come) alla crisi del 2008.

1.1 Il campione di riferimento

L'analisi è stata svolta su un campione totale di 419⁸ società di persone e di capitali italiane, così suddivise territorialmente:

1. Nord- Ovest: 162 aziende (38% del totale);
2. Nord-Est: 133 aziende (32% del totale);
3. Centro: 91 aziende (22% del totale);
4. Sud e Isole: 33 aziende (8% del totale).

⁶ Gardenal G., (2010), *Il corporate risk management nelle imprese italiane: gli effetti della crisi*, Working Paper n. 3/2010, Dipartimento di Management, Università Ca' Foscari di Venezia.

⁷ Tale metodologia può essere utilizzata anche per analizzare singole aziende. Si veda a questo proposito: Gardenal G. (2010), *A Lintner-based criterion to evaluate private equity investments: can we rely on accounting measures? Evidence from the North-East of Italy*. Paper presentato all'IRMC2011 di Amsterdam (<http://www.irmc.eu/public/files/>)

⁸ Le aziende considerate sono un sotto-campione delle 719 società di persone e di capitali utilizzate da Gurisatti e Mantovani nel loro lavoro del 2010. La sotto-campionatura è stata adottata per garantire continuità di dati contabili per il periodo 2003-2009.

La distribuzione settoriale delle società varia da area geografica ad area geografica. In particolar modo, al Nord le imprese fanno capo principalmente al settore industriale (metalmecanico, chimica, tessile, gomma e plastica), mentre al centro vi è una maggiore presenza di industrie tessili e metalmecaniche. Il Sud è invece caratterizzato da società che operano nell'alimentare e nei servizi (v. Tabella 1).

Tabella 1: Distribuzione delle società italiane del campione per area geografica e per settore di attività

	1	2	3	4	Totale
ALIMENTARE	6,75%	4,66%	6,84%	16,95%	7,10%
ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	1,27%	0,00%	0,85%	0,00%	0,66%
ALTRI SERVIZI	4,22%	2,59%	7,69%	6,78%	4,62%
CARTA	2,95%	3,11%	3,42%	0,00%	2,81%
CHIMICO	5,06%	6,22%	5,13%	1,69%	5,12%
EDILIZIA	2,11%	7,25%	8,55%	13,56%	6,11%
FARMACEUTICO	1,27%	0,00%	1,71%	0,00%	0,83%
GOMMA - PLASTICA	6,33%	9,33%	4,27%	1,69%	6,44%
INSTALLAZIONI	2,53%	2,07%	1,71%	5,08%	2,48%
LEGNO	5,06%	3,11%	0,00%	0,00%	2,97%
MATERIALI DA COSTRUZIONE	2,53%	4,15%	6,84%	6,78%	4,29%
METALMECCANICO	32,07%	34,20%	20,51%	23,73%	29,70%
SANITA' E SALUTE	5,06%	2,07%	3,42%	3,39%	3,63%
SERVIZI INNOVATIVI E TECNOLOGICI	5,49%	3,11%	1,71%	3,39%	3,80%
SPETTACOLO	0,00%	0,00%	0,85%	0,00%	0,17%
TESSILE - MODA E ACCESSORI MODA	9,70%	9,33%	19,66%	8,47%	11,39%
TRASPORTO	4,64%	4,15%	2,56%	6,78%	4,29%
TURISMO	1,69%	3,11%	3,42%	1,69%	2,48%
VETRO	1,27%	1,55%	0,85%	0,00%	1,16%

Fonte: elaborazioni personali

Legenda: 1 = Nord-Ovest; 2 = Nord-Est; 3 = Centro; 4 = Sud e Isole

Di tutte queste aziende si sono raccolti i bilanci dal 2003 al 2009⁹ al fine di estrarne delle opportune misure di rischio e rendimento che verranno presentate nel dettaglio nel paragrafo 1.2.

1.2 I driver di rischio

Per prima cosa si è deciso di soffermare l'attenzione sul rapporto rendimento-rischio del campione aggregato. La scelta di quali siano i driver che meglio descrivono la rischiosità (e redditività) di una generica azienda non è semplice né univoca. In questa sede si è scelto di considerare le seguenti aree di rischio:

1. rischi legati alla struttura dei costi;
2. rischi legati al capitale;
3. rischi legati alla struttura finanziaria.¹⁰

Per quanto riguarda la prima classe, si sono scelti come indicatori due misure di sensitività: 1) il Grado di Leva Operativa (GLO) e il Grado di Leva di Prezzo (GLP). Il primo indicatore misura di quanto varierà il Reddito Operativo aziendale a fronte di una diminuzione delle quantità vendute dell'1%; il secondo misura di quanto dovrebbe aumentare la quantità venduta dall'azienda per mantenere inalterato il Reddito Operativo a fronte di una riduzione del prezzo di listino dell'1%. In formule:

$$\text{GLO} = \text{Margine di Contribuzione/Reddito Operativo}$$

$$\text{GLP} = (\Delta Q/q_0)/(\Delta P/p_0)$$

⁹ Fonte: Aida Bureau Van Dijk.

¹⁰ Un'impostazione analoga viene utilizzata anche in: Gardenal G., *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, Studio LT2, Venezia, 2011.

dove: ΔQ è la variazione delle quantità vendute dall'impresa tra il tempo 0 il tempo 1; q_0 è la quantità venduta al tempo 0; ΔP è la variazione dei prezzi di vendita dell'impresa tra il tempo 0 il tempo 1; p_0 è il prezzo di vendita al tempo 0. Il GLP è un indice di sensibilità anche conosciuto come "elasticità della domanda implicita nella struttura dei costi". Indica quale dovrebbe essere l'elasticità minima della domanda che l'impresa dovrebbe fronteggiare affinché una manovra di prezzo non provochi l'erosione del Reddito Operativo. Il quoziente andrebbe dunque analizzato congiuntamente all'elasticità della domanda del mercato in cui l'impresa compete per poter capire se la manovra sui prezzi avrà effetti positivi oppure no.

Per quanto riguarda i rischi legati al capitale si sono scelti: 3) la Vita Residua (V-Res), che misura il rischio tecnologico degli attivi immobilizzati dell'azienda e 4) il CCNC/F, ovvero il rapporto tra il Capitale Circolante Netto Commerciale e il Fatturato, che misura l'ammontare di Capitale Circolante investito ogni 100 € di Fatturato prodotto.

La Vita Residua, in particolare, misura il rischio che l'impresa si trovi spiazzata da un concorrente che, utilizzando una tecnologia più avanzata, riesca a ridurre il prezzo di vendita attraverso un guadagno di efficienza. In formule:

$$\text{Vita Residua} = \text{Immobilizzazioni materiali nette} / \text{Ammortamenti}$$

Il valore ottenuto indica il numero degli anni di vita residua del bene. Si può ben intuire che il valore è fortemente influenzato dalle decisioni di carattere contabile e fiscale prese dal management aziendale in quanto pone al denominatore la voce di conto economico degli ammortamenti¹¹. Il rischio tecnologico deve essere comparato con il grado di innovazione caratteristico del settore in cui si opera. A parità di vita residua, l'impresa che opera in un settore fortemente innovativo sarà più esposta rispetto ad un'azienda che opera in un settore in cui i cambiamenti tecnologici sono meno frequenti. Il CCNC/F, invece, è un'intensità: tanto più elevato sarà il suo valore, tanto maggiori saranno le risorse finanziarie che l'azienda dovrà impiegare. Un aumento dell'intensità indica un aumento del rischio legato al ciclo delle vendite in quanto la riduzione di fatturato potrebbe non garantire margini sufficienti a coprire i costi derivanti dagli investimenti in circolante (in primis ammortamenti e oneri finanziari). L'analisi della rischiosità va fatta considerando la dinamica dell'intensità nel corso degli anni e la relazione con le altre variabili aziendali.

Infine, per misurare il rischio legato alla struttura finanziaria, si è scelto di utilizzare il classico rapporto Debt/Equity (D/E).

Per quanto riguarda la redditività aziendale, invece, si considererà il **ROC** (*Return on Capital*) o ROI-finanziario, definito come il rapporto tra il Reddito Operativo e il Capitale Investito Netto (ovvero il capitale impiegato per condurre l'attività operativa dell'azienda e dato dalla somma tra il Capitale Circolante Commerciale e il Capitale Immobilizzato). Tale indicatore esprime la quantità di ricchezza che la gestione operativa è in grado di generare con il capitale in essa investito (senza tenere conto delle attività accessorie).

¹¹ Per un'analisi più accurata e più attenta è possibile applicare l'indicatore a gruppi omogenei di beni o a singoli cespiti.

La Tabella 2 presenta il ROC e i 5 driver di rischio dopo aver aggregato i bilanci delle 419 aziende campionate.

Tabella 2: Indicatori di rischio-rendimento aziendale del campione aggregato (e variazioni annuali)

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROC (%)	12,39	13,10	14,01	14,31	12,18	15,31
	-5,42%	-6,47%	-2,13%	17,47%	-20,44%	
GLO	6,09	4,98	4,10	4,52	5,11	5,06
	22,49%	21,35%	-9,32%	-11,43%	0,97%	
GLP	2,94	3,69	3,55	3,51	3,44	3,31
	-20,37%	4,16%	1,13%	1,83%	4,16%	
V-Res	8,40	8,06	6,65	6,45	5,77	5,68
	4,17%	21,16%	3,19%	11,76%	1,59%	
D/E	1,40	1,32	1,33	1,27	1,18	1,11
	6,37%	-0,93%	4,86%	7,30%	6,04%	
CCNC/F (%)	0,41	0,31	0,30	0,29	0,29	0,27
	33,23%	2,42%	3,72%	1,22%	8,13%	

La tabella mostra come gli anni dal 2007 al 2009 abbiano visto un abbattimento progressivo della redditività delle imprese del campione. I rischi hanno influito su questo abbattimento in questo modo: il GLO è aumentato di più del 20% sia nel 2008 che nel 2009, segno che una riduzione delle quantità vendute dell'1% ha abbattuto i redditi operativi delle aziende di più del 20%. La vita residua subisce un balzo nel 2008 a seguito del crollo generalizzato degli investimenti di sviluppo da parte delle imprese. La struttura finanziaria mostra come dal 2007 al 2008 le imprese non siano riuscite ad ottenere nuovo credito dal sistema bancario e siano state, piuttosto, "costrette" a rientrare dei debiti pregressi. L'intensità di circolante subisce un forte aumento nel 2009 e conferma il maggior investimento in termini di circolante per produrre 100€ di fatturato in più. Agisce in controtendenza il rischio di prezzo che si riduce in modo consistente nel 2009. La ragione è da imputarsi al repentino cambiamento delle condizioni di mercato. La crisi ha infatti determinato l'uscita dal mercato di molte aziende riducendo la competizione. Pertanto, un'azienda può aumentare di molto la propria redditività operativa riducendo di poco i prezzi di vendita.

1.3 Il legame tra driver di rischio e redditività

Definiti alcuni dei possibili driver di rischio, è fondamentale capire in che modo questi siano legati tra loro e, soprattutto, in che modo impattino sulla redditività. In azienda, infatti, non si gestiscono solo rischi "elementari" (quali, ad esempio, i tassi di cambio, i tassi di interesse, il prezzo delle materie prime, l'inflazione, le vendite, l'incendio, il furto). Questi rischi elementari interagiscono tra loro e con la struttura aziendale (risorse umane, obiettivi, capitali, strutture organizzative) dando vita ai rischi cosiddetti "aziendali". Pertanto vi è un legame fra causa ed effetto sia diretto che indiretto: la variabilità di un fattore determina la variabilità di altri fattori che apparentemente non sono collegati tra loro.

Per questa ragione si è scelto di verificare la correlazione tra i driver di rischio selezionati e la redditività. I dati del campione aggregato sono presentati in Tabella 3.

Tabella 3: Matrice di varianza/covarianza tra i driver di rischio e la redditività nel campione analizzato (periodo 2004-2009)

	ROC (%)	GLO	GLP	V-Res	D/E	CCNC/F (%)
ROC (%)	1	-0,51	0,20	-0,48	-0,48	-0,59
GLO	-0,51	1	-0,79	0,48	0,20	0,71
GLP	0,20	-0,79	1	-0,24	-0,20	-0,70
V-Res	-0,48	0,48	-0,24	1	0,87	0,82
D/E	-0,48	0,20	-0,20	0,87	1	0,81
CCNC/F (%)	-0,59	0,71	-0,70	0,82	0,81	1

Come è evidente guardando alla prima colonna della Tabella 3, i rischi sono tutti correlati in modo negativo, ad eccezione del GLP, con la redditività espressa dal ROC, per un valore medio pari a -37%. Questo significa che, ad esempio, ad un aumento medio di tutti i rischi dell'1% la redditività scende del 37% circa. L'unica eccezione riguarda la leva di prezzo che invece presenta una relazione positiva con la redditività (+20%): a maggior rischio di prezzo corrisponde maggiore redditività e viceversa.

Una possibile spiegazione di questo risultato sorprendente sta nella difficoltà da parte degli imprenditori italiani di anticipare i rischi e trasformarli in valore. La gestione sembra fatta *ex-post*, ovvero dopo che il danno prodotto dal rischio si è già manifestato. Evidentemente questa conclusione è molto *tranchant*. Tuttavia la consistenza del risultato nel tempo¹² ci fa dire che le scelte operate per fronteggiare i rischi non sono state condotte immaginando di poter comporre e combinare i rischi aziendali in modo tale da trarne nuovo valore ma, “solamente”, cercando di limitare i danni da questi provocati. Oppure, una seconda alternativa possibile, è che le aziende abbiano sistematicamente negoziato degli strumenti di copertura del rischio sbagliati, ovvero non confacenti al livello e al tipo di rischio in capo al proprio *business*.

Un risultato di questo tipo è allarmante per due motivi: da una parte perché è sintomo di un utilizzo non ottimale (spreco?) delle risorse da parte delle imprese; dall'altro perché un rapporto rischio-rendimento anomalo come quello evidenziato rende le aziende molto meno attrattive agli occhi dei finanziatori. Un istituto di credito valuterà sicuramente come “più rischiosa” un'azienda che, all'aumentare dei rischi perde la propria capacità di remunerare in modo soddisfacente il capitale rispetto ad un'altra che a fronte di una rischiosità maggiore presenta una redditività del capitale altrettanto crescente.

Se guardiamo alla relazione dei rischi tra loro, scopriamo delle cose altrettanto interessanti. Il rischio di quantità (GLO) è negativamente correlato al rischio di prezzo rappresentato dal GLP (-79%). La spiegazione è da individuarsi nell'elasticità al prezzo della domanda di beni prodotti dall'economia. Sappiamo infatti che il GLO misura l'impatto di una variazione negativa dell'1% delle quantità vendute sul reddito operativo. Meno quantità vendute determinano un potenziale di assorbimento di prodotti nel mercato ancora “inutilizzato”. Pertanto il rischio di prezzo complessivo delle aziende (rappresentato dal GLP) si abbassa. Le imprese, infatti, a fronte della necessità di ridurre i prezzi di listino incontreranno meno difficoltà a vendere più quantità sul mercato.

¹² I risultati riguardano il periodo 2004-2009.

Esiste, invece, una relazione positiva, pari a +48%, tra il GLO e la vita residua degli impianti. Questo stupisce perché, in linea teorica, meno quantità vendute implicano un utilizzo minore degli impianti produttivi e, nel medio-lungo periodo, una riduzione degli investimenti di sviluppo. Pertanto l'ammortamento progressivo dei beni già in essere a fronte di un'assenza di nuovi investimenti dovrebbe ridurre il rischio tecnologico complessivo a fronte di un aumento dell'1% del rischio di quantità.

La relazione è positiva anche tra il GLO e l'intensità di circolante (+71%): una riduzione delle quantità (a prezzi fermi) riduce proporzionalmente il fatturato e, di conseguenza, si dovrebbe ridurre in modo simile anche l'investimento in circolante; il rischio di circolante dovrebbe rimanere stabile. Il legame fortemente positivo indica invece una rigidità del capitale circolante (molto probabilmente dettata dalle rimanenze). Legame positivo anche tra il GLO e il rapporto D/E (+20%): indica che le aziende a fronte di una perdita di redditi a causa di un calo delle quantità coprono i fabbisogni finanziari venuti meno con nuovo capitale di debito piuttosto che immettere nuove risorse attraverso il capitale di rischio.

Altre relazioni tra i rischi sono le seguenti: il rischio di prezzo (GLP) è correlato negativamente con tutti gli indicatori di rischio¹³; il rischio tecnologico, oltre a quanto già detto rispetto al suo legame con il rischio di quantità e di prezzo, è positivamente correlato al rischio di struttura finanziaria (87%) e di circolante (82%); infine, il rischio di struttura finanziaria, oltre a quanto già detto, è correlato positivamente al rischio di circolante, per un valore pari a 81% circa.

Si nota quindi che ciascun rischio amplifica gli altri e, per questa ragione, l'effetto complessivo sulla redditività è di abbatterla in modo consistente. L'unico rischio che agisce in controtendenza è il rischio di prezzo.

Visti i dati sull'aggregato, cerchiamo ora di entrare più nel merito di alcuni settori dell'economia italiana.

2. L'analisi della redditività e dei rischi di 5 settori dell'economia italiana secondo le categorie di Pavitt

Scopo di questo paragrafo è, come preannunciato, quello di entrare più nello specifico di 5 settori dell'economia italiana. Il criterio di scelta utilizzato per la selezione dei settori prende spunto da una tassonomia introdotta dallo studioso Keith Pavitt¹⁴. Nel suo studio, egli individuò le seguenti categorie di imprese:

1. imprese *supplier dominated*¹⁵;

¹³ Per esempio, la relazione positiva tra GLP e Vita Residua degli impianti si spiega in questo modo: la sostituzione di un bene strumentale porta da un lato a un aumento del rischio tecnologico (in settori fortemente competitivi nel giro di poco tempo potrebbe essere immessa sul mercato una tecnologia migliore che, se acquisita dai *competitors*, darebbe loro un vantaggio operativo), ma dall'altro una maggiore efficienza che si traduce nella possibilità di poter praticare prezzi inferiori per acquisire nuove quote di mercato e aumentare i margini.

¹⁴ V. nota 3. Pavitt, traendo spunto dall'analisi di 2'000 innovazioni introdotte nel Regno Unito dal 1945 al 1979, propose una classificazione in cui le imprese innovatrici e i settori di appartenenza sono raggruppabili in quattro classi (*pattern*) di cambiamento tecnologico. Tali aggregazioni furono effettuate guardando ai seguenti criteri: provenienza (interna o esterna) della tecnologia prevalentemente impiegata; tipologia di acquirenti (sensibili al prezzo o alle caratteristiche dei prodotti); strumenti adottati per la protezione delle innovazioni (brevetti, marchi, ritardi nell'imitazione e nell'apprendimento); traiettorie tecnologiche dominanti (orientate alla riduzione dei costi oppure al miglioramento della qualità dei prodotti); caratteristiche dimensionali e attività principalmente svolte dalle imprese.

¹⁵ Imprese, generalmente di piccola dimensione, appartenenti a settori manifatturieri tradizionali come: alimentari e tabacco, tessile e abbigliamento, cuoio e calzature, legno e mobilio, carta, ecc.. In questi settori l'attività innovativa

2. imprese *scale intensive*¹⁶;
3. imprese *specialized suppliers*¹⁷;
4. imprese *science based*¹⁸;
5. imprese *information intensive*¹⁹.

Sulla base delle 5 classi appena elencate, di seguito estrarremo dal nostro campione di riferimento 5 settori rappresentativi di ciascuna di esse e ne approfondiremo l'analisi dei risk drivers. Successivamente si cercherà di guardare all'evoluzione di alcuni rischi nel tempo per capire come i settori abbiano cercato di fronteggiare la crisi. I 5 settori selezionati per l'analisi sono riportati di seguito:

1. alimentare, come esempio di settore *supplier dominated*;
2. metalli di base, come esempio di settore *scale intensive*;
3. meccanico, come esempio di settore *specialised supplier*;
4. chimico, come esempio di settore *science based*;
5. turismo, come esempio di settore *information intensive*.

2.1 Il settore alimentare

Nel campione analizzato, le aziende che appartengono a questo settore sono 22 (ovvero il 5,3%). Il settore sembra aver tenuto nel 2008 ma fatica a recuperare redditività in fase di lenta espansione (2009). Si notano (v. Tabella 4) dei ricavi in crescita e un MOL in crescita, ad eccezione del 2009 in cui i costi di produzione

delle imprese ha origine prevalentemente esterna, essendo legata all'acquisizione di macchinari ed attrezzature innovativi da fornitori specializzati, o indotta da grandi utilizzatori; gli acquirenti sono generalmente sensibili al prezzo; i mezzi di protezione delle innovazioni realizzate sono prevalentemente legati all'introduzione di marchi o all'impiego di altri strumenti di marketing. Essendo questi i tratti salienti del raggruppamento, le imprese presentano traiettorie tecnologiche generalmente orientate ai risparmi nei costi, conseguiti attraverso miglioramenti organizzativi e nelle metodologie produttive.

¹⁶ Sono imprese medio-grandi, caratterizzate dall'impiego di tecnologie consolidate e da processi standardizzati. Vantano produzioni a elevate economie di scala. Sotto il profilo merceologico, i settori interessati sono quelli applicati: all'estrazione e alla lavorazione di materie prime di base (acciaio, vetro, cemento), alla fabbricazione di automezzi, di prodotti in metallo, e di alcuni beni di consumo durevole (elettrodomestici). Per queste imprese, le fonti dell'innovazione possono essere sia esterne che interne. Tali innovazioni sono generalmente protette attraverso brevetti, ma anche vantaggi derivanti da economie di apprendimento e riguardano principalmente i processi, con particolare attenzione ai risparmi di costo. Gli acquirenti sono sensibili al prezzo.

¹⁷ Sono generalmente piccole-medie imprese, impegnate nella produzione di macchinari, componentistica, strumentazione di precisione e software, destinati a soddisfare le esigenze delle imprese degli altri settori produttivi. Sviluppano principalmente attività di progettazione e sviluppo. Proteggono le proprie innovazioni attraverso il know-how sulla progettazione, la conoscenza delle esigenze degli utilizzatori e i brevetti.

¹⁸ Tipicamente medio-grandi appartenenti ai settori ad alta intensità di R&S, operanti nei comparti della chimica organica, dell'elettronica e della bioingegneria. Normalmente sono legate al mondo della ricerca scientifica di base, attingono la propria tecnologia da fonti prevalentemente interne, legate a elevati investimenti in R&S e ad attività di ingegnerizzazione; esse si confrontano con acquirenti sensibili sia al prezzo che alle caratteristiche dei prodotti e proteggono le proprie innovazioni ricorrendo ad un'ampia gamma di strumenti ed attività. Da un punto di vista tecnologico sono orientate sia a risparmi di costo sia al miglioramento dei prodotti, ma con una prevalenza di questi ultimi.

¹⁹ Appartenenti principalmente al settore bancario, del *retail* e del turismo. Attingono la propria tecnologia da fonti interne, principalmente dal comparto IT, oppure da fornitori specializzati. Presentano traiettorie tecnologiche generalmente orientate allo sviluppo di processi informativi efficienti e complessi. I problemi strategici del management riguardano la "fusione" con le più avanzate tecnologie, la diffusione della tecnologia di produzione tra le divisioni e lo sfruttamento di opportunità di prodotto. Gli acquirenti sono tendenzialmente sensibili sia al prezzo che alle caratteristiche dei prodotti.

aumentano, principalmente a causa dell'aumento del costo per il personale. Il Reddito Operativo cala tra 2008 e 2009 a fronte di nuovi investimenti, che però non permettono un recupero immediato di redditività (v. Figura 1).

Tabella 4: Sintesi conto economico settore alimentare

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	277.434	277.234	246.792	228.727	204.075	190.951
Totale costi della produzione	276.947	279.843	250.379	230.168	206.283	195.503
MOL	13.402	16.066	14.975	12.461	11.896	11.422
Reddito Operativo	6.950	9.777	9.345	7.091	6.622	5.990
Utile/perdita di esercizio	362	825	322	139	217	1.148

Tabella 5: Indicatori di rischio-rendimento aziendale del settore alimentare

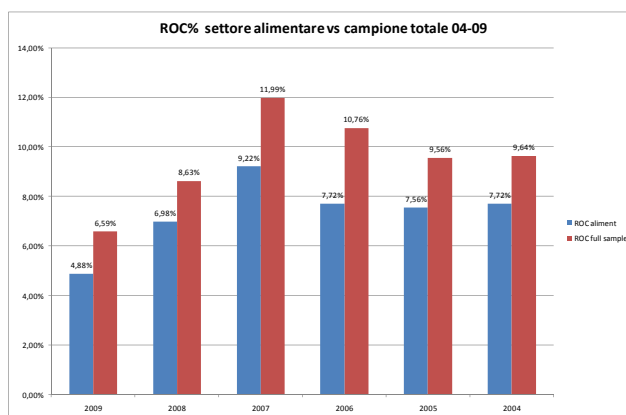
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROC (%)	0,049	0,070	0,092	0,077	0,076	0,077
	-30,12%	-24,29%	19,42%	2,14%	-2,08%	
GLO	6,17	4,62	4,45	5,35	5,47	5,68
	33,67%	3,65%	-16,76%	-2,25%	-3,62%	
GLP	6,984	6,609	6,366	6,479	6,025	6,006
	5,68%	3,82%	-1,75%	7,52%	0,32%	
V-Res	12,99	12,19	9,00	8,91	9,28	8,10
	6,59%	35,40%	1,03%	-3,98%	14,61%	
D/E	12,99	12,19	9,00	8,91	9,28	8,10
	6,59%	35,40%	1,03%	-3,98%	14,61%	
CCNC/F (%)	0,21	0,23	0,21	0,19	0,19	0,18
	-7,57%	11,40%	6,75%	1,53%	7,63%	

Tabella 6: Matrice di varianza/covarianza tra i driver di rischio e la redditività nel settore alimentare (periodo 2004-2009)

	ROC (%)	GLO	GLP	V-Res	D/E	CCNC/F (%)
ROC (%)	1	-0,71	-0,68	-0,80	-0,80	-0,32
GLO	-0,71	1	0,15	0,16	0,16	-0,42
GLP	-0,68	0,15	1	0,85	0,85	0,73
V-Res	-0,80	0,16	0,85	1	1,00	0,82
D/E	-0,80	0,16	0,85	1,00	1	0,82
CCNC/F (%)	-0,32	-0,42	0,73	0,82	0,82	1

Per quanto riguarda il legame tra i risk drivers, si nota una relazione negativa tra tutti i fattori di rischio e la redditività con una media molto alta, intorno al 66%. Un aumento dell'1% di tutti i rischi abbatte la redditività mediamente del 66%. Il rapporto rendimento-rischio è quindi molto distorto in questo settore. I rischi che sembrano aver inciso in modo più sostanziale nel settore alimentare sono stati quelli legati ai mancati investimenti nel 2008 e l'aumento del GLO nel 2009, trainato dalla diminuzione del RO per i nuovi investimenti che si sono intrapresi, presumibilmente con qualche ritardo.

Figura 1: ROC% a confronto (periodo 2004-2009)



2.2 Il settore della metallurgia

Le aziende che appartengono al settore dei metalli (metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo), nel campione studiato, sono 58 (ovvero il 13,84%). Il settore sembra aver complessivamente sopportato bene la crisi. Tutte le voci di conto economico (v. Tabella 7) si mantengono in crescita fino al 2007 e stabili nel 2008 per poi crollare nel 2009. La redditività complessiva espressa dal ROC si mantiene sempre superiore rispetto alla media dell'aggregato (v. Figura 2), ad eccezione del 2009. Guardando alla dinamica dei flussi di cassa²⁰, si nota come la strategia utilizzata da parte delle imprese per mantenersi in equilibrio è di, alternativamente, ridurre (nel 2007 e nel 2009) e aumentare (nel 2008) il fabbisogno di capitale circolante (probabilmente grazie ad accordi con i propri clienti e fornitori). Gli investimenti di sviluppo, invece, vengono sostenuti nel 2007 ma non nel 2008 e 2009, ragion per cui il MOL e il ROC si riducono (v. Figura 2).

Tabella 7: Sintesi conto economico settore della metallurgia

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	359.144	484.137	488.348	438.230	385.745	364.441
Totale costi della produzione	358.640	495.453	497.766	451.304	393.459	370.721
MOL	33.485	51.987	51.179	41.795	37.208	35.950
Reddito Operativo	16.885	34.351	35.314	27.474	24.193	21.129
Utile/perdita di esercizio	6.485	18.540	17.652	11.065	10.028	8.772

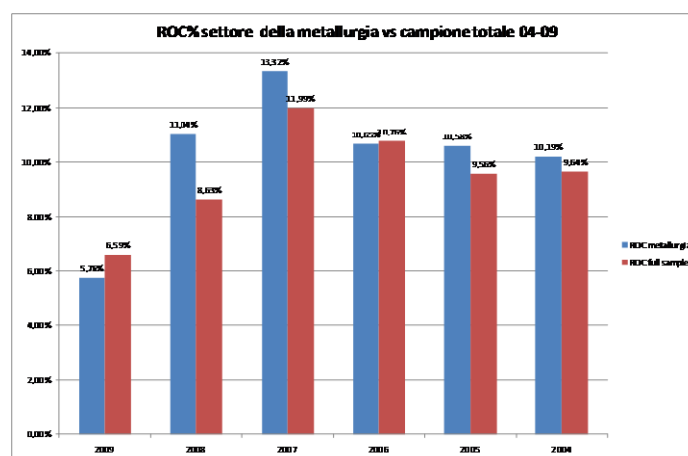
Tabella 8: Indicatori di rischio-rendimento aziendale del settore della metallurgia

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROC (%)	0,06	0,11	0,13	0,11	0,11	0,10
	-47,87%	-17,09%	25,13%	0,63%	3,80%	
GLO	7,51	4,55	4,27	4,94	5,15	5,61
	65,01%	6,44%	-13,56%	-4,02%	-8,11%	
GLP	2,95	3,23	3,38	3,37	3,23	3,21
	-8,79%	-4,38%	0,31%	4,37%	0,62%	
V-Res	9,74	8,95	7,27	6,96	7,08	5,44
	8,78%	23,05%	4,44%	-1,70%	30,27%	
D/E	0,80	0,87	1,02	1,06	0,94	0,93
	-8,91%	-14,34%	-4,06%	13,38%	1,41%	
CCNC/F (%)	0,37	0,32	0,31	0,36	0,35	0,35
	15,85%	3,22%	-15,16%	2,13%	1,76%	

Tabella 9: Matrice di varianza/covarianza tra i driver di rischio e la redditività nel settore della metallurgia (periodo 2004-2009)

	ROC (%)	GLO	GLP	V-Res	D/E	CCNC/F (%)
ROC (%)	1	0,03	-0,17	0,61	-0,27	-0,55
GLO	0,03	1	-0,92	0,41	-0,71	0,72
GLP	-0,17	-0,92	1	-0,58	0,93	-0,50
V-Res	0,61	0,41	-0,58	1	-0,63	-0,01
D/E	-0,27	-0,71	0,93	-0,63	1	-0,20
CCNC/F (%)	-0,55	0,72	-0,50	-0,01	-0,20	1

Figura 2: ROC% a confronto (periodo 2004-2009)



²⁰ Le elaborazioni potranno essere fornite su richiesta.

Per quanto riguarda il legame tra i risk drivers, si nota un comportamento molto diverso rispetto al settore alimentare. I rischi che abbattano maggiormente la redditività sono quello di quantità (GLO) e tecnologico (vita residua degli impianti). I rischi di prezzo, di struttura finanziaria e di intensità di circolante sembrano invece permettere al settore di mantenersi competitivo. Per quel che riguarda la struttura finanziaria si nota una tendenza, nel 2008 e 2009 da parte delle imprese a rientrare dei debiti finanziari (progressiva riduzione di D/E), probabilmente a seguito della stretta sul credito applicata dal sistema bancario. Il legame tra il rapporto D/E è negativo (-27%), pertanto a fronte di questo rientro dei debiti finanziari l'azienda sembra aver recuperato redditività del capitale. Nello stesso modo, l'intensità di circolante che si riduce nel 2007, si mantiene bassa nel 2008 e sale solo nel 2009 fa sì che, complessivamente ci sia un recupero di redditività. Una relazione negativa anche tra ROC e leva di prezzo si può giustificare, come detto sopra con un calo delle competitività nel mercato che fa sì che una riduzione dei prezzi di vendita anche di poco fa aumentare la redditività di molto.

2.3 Il settore della meccanica

Le aziende che operano nel settore della meccanica, all'interno del campione delle 419 società analizzate, sono 43, ovvero il 10,26% del totale. Guardando complessivamente ai dati di seguito riportati si nota come la

Tabella 7: Sintesi conto economico settore della meccanica

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	567.942	813.936	865.746	776.234	653.981	589.471
Totale costi della produzione	549.729	842.061	886.381	801.045	668.438	593.841
MOL	36.290	71.358	99.678	94.984	71.424	56.885
Reddito Operativo	14.202	49.221	80.007	74.777	53.095	40.572
Utile/perdita di esercizio	1.918	24.117	41.694	37.570	29.986	19.123

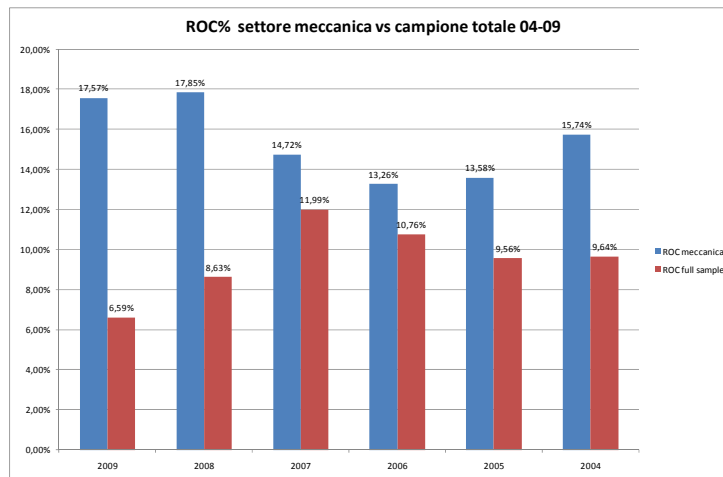
Tabella 10: Indicatori di rischio-rendimento aziendale del settore della meccanica

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROC (%)	0,18	0,18	0,15	0,13	0,14	0,16
	-1,59%	21,26%	11,01%	-2,33%	-13,73%	
GLO	11,62	4,49	2,99	2,97	3,59	4,17
	158,54%	50,10%	0,73%	-17,32%	-13,83%	
GLP	3,60	3,86	3,79	3,66	3,58	3,65
	-6,69%	1,88%	3,61%	2,01%	-1,67%	
V-Res	9,73	9,98	8,30	7,41	7,31	8,17
	-2,49%	20,23%	11,96%	1,44%	-10,59%	
D/E	0,79	0,83	0,91	0,87	1,00	1,10
	-4,49%	-8,56%	3,79%	-12,57%	-9,17%	
CCNC/F (%)	0,41	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
	21,25%	0,00%	0,59%	-0,59%	-0,27%	

Tabella 11: Matrice di varianza/covarianza tra i driver di rischio e la redditività nel settore della meccanica (periodo 2004-2009)

	ROC (%)	GLO	GLP	V-Res	D/E	CCNC/F (%)
ROC (%)	1	0,65	0,38	0,97	-0,42	0,54
GLO	0,65	1	-0,34	0,64	-0,50	0,99
GLP	0,38	-0,34	1	0,48	-0,32	-0,39
V-Res	0,97	0,64	0,48	1	-0,60	0,55
D/E	-0,42	-0,50	-0,32	-0,60	1	-0,52
CCNC/F (%)	0,54	0,99	-0,39	0,55	-0,52	1

Figura 3: ROC% a confronto (periodo 2004-2009)



crisi abbia colpito in modo molto pesante le imprese appartenenti a questo settore. Tutti i dati di conto economico subiscono un brusco calo, concentrato principalmente nel 2009. A fronte di tutto ciò si nota un recupero fortissimo di redditività del capitale (il ROC è sistematicamente più alto di quello del campione totale e cresce progressivamente negli anni 2007-2009) dovuto alla riduzione del capitale investito: si nota infatti come il settore abbia progressivamente azzerato gli investimenti di sviluppo, in modo significativamente maggiore rispetto alla diminuzione del reddito operativo. Si nota inoltre una compressione del capitale circolante commerciale (incasso dei crediti verso clienti, riduzione dei magazzini, riduzione dei debiti verso fornitori), manovra che permette, in generale, di generare un flusso di cassa della gestione corrente molto alto, nonostante i MOL contenuti. Tale flusso di cassa, a sua volta, è stato utilizzato dalle imprese per remunerare i debiti verso le banche, le quali di converso non hanno erogato nuovo capitale di debito (stretta del credito). Non ci sono stati nemmeno nuovi apporti di capitale di rischio. Si nota, pertanto, che il settore ha sfruttato tutte le leve di manovra interne (riduzione del circolante, riduzione degli investimenti, rimborso dei prestiti) ma che ora versi in una situazione di forte “sofferenza”. Il tutto è attestato dal legame tra i risk drivers e la redditività (v. Tabella 11). Tutti i fattori di rischio sono mediamente aumentati nel corso dell’orizzonte di analisi ed hanno una correlazione positiva con il ROC, pertanto un loro aumento agisce in controtendenza con la redditività. Avendo le imprese usato tutte le leve di manovra interne in proprio possesso, c’è il rischio che il recupero sia molto difficoltoso e lungo.

2.4 Il settore della chimica

Le aziende che operano nel settore della chimica all’interno del nostro campione di riferimento sono il 5%, ovvero 21. Anche questo settore presenta un andamento completamente diverso da quello di tutti gli altri. Si nota, infatti, guardando ai dati contabili, come il settore abbia visto una crescita complessiva fino al 2007, abbia subito una leggera flessione nel 2008 e poi abbia recuperato forte redditività nel 2009. Se si guarda alla Figura 4 si nota, in particolare, come la redditività si sia sempre attestata vicino alla media dell’aggregato ma abbia subito un incremento cospicuo nel 2009. Il settore, oltre ad aver mantenuto degli alti fatturati e, di conseguenza, degli alti MOL, redditi operativi e utili, si caratterizza per aver effettuato in modo continuativo,

ad eccezione del 2007, investimenti di ampliamento e di sviluppo, finanziati non solo da capitale di debito, di cui ha potuto beneficiare in tutto l'orizzonte temporale, ma anche di nuovo capitale di rischio, in particolar modo nel 2009. La Tabella 13 ben evidenzia come lo sforzo di rinnovamento attuato dalle imprese del settore abbia progressivamente ridotto mediamente tutti i risk drivers. La vita residua aumenta in modo significativo a causa dell'aumento degli ammortamenti dovuti ai nuovi investimenti e non risulta, pertanto un dato allarmante.

Tabella 12: Sintesi conto economico settore della chimica

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	238.413	272.344	275.167	256.057	237.606	224.370
Totale costi della produzione	239.197	275.388	280.976	261.016	242.751	225.264
MOL	24.406	21.650	23.763	20.285	20.044	18.167
Reddito Operativo	15.413	12.154	14.427	11.365	10.647	8.492
Utile/perdita di esercizio	8.262	3.583	4.379	1.465	2.737	1.461

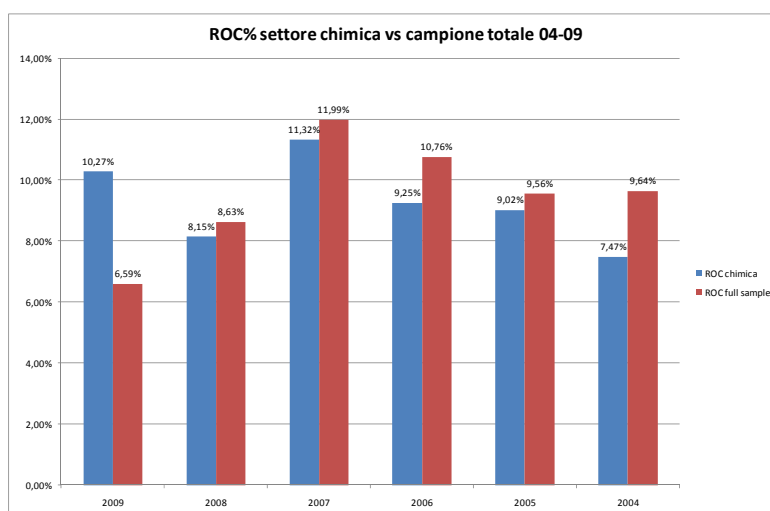
Tabella 13: Indicatori di rischio-rendimento aziendale del settore della chimica

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROC (%)	0,10	0,08	0,11	0,09	0,09	0,07
	26,10%	-28,02%	22,41%	2,58%	20,74%	
GLO	4,25	5,23	4,54	5,06	5,26	6,08
	-18,73%	15,11%	-10,26%	-3,74%	-13,59%	
GLP	3,82	4,52	4,43	4,71	4,48	4,59
	-15,62%	2,15%	-5,92%	5,11%	-2,35%	
V-Res	9,67	9,06	6,98	7,35	6,57	6,51
	6,68%	29,85%	-5,00%	11,76%	0,98%	
D/E	0,95	1,05	1,47	1,48	1,38	1,40
	-9,94%	-28,68%	-0,62%	7,50%	-1,69%	
CCNC/F (%)	0,26	0,23	0,23	0,22	0,24	0,23
	14,17%	2,38%	1,05%	-5,50%	4,81%	

Tabella 14: Matrice di varianza/covarianza tra i driver di rischio e la redditività nel settore della chimica (periodo 2004-2009)

	ROC (%)	GLO	GLP	V-Res	D/E	CCNC/F (%)
ROC (%)	1	-0,89	-0,47	0,15	0,04	0,29
GLO	-0,89	1	0,68	-0,57	0,38	-0,59
GLP	-0,47	0,68	1	-0,67	0,73	-0,96
V-Res	0,15	-0,57	-0,67	1	-0,92	0,70
D/E	0,04	0,38	0,73	-0,92	1	-0,79
CCNC/F (%)	0,29	-0,59	-0,96	0,70	-0,79	1

Figura 4: ROC% a confronto (periodo 2004-2009)



Per quanto riguarda il legame tra i fattori di rischio e la redditività, si nota come il rischio di quantità e di prezzo presentino una relazione inversa con la redditività, mentre tutti gli altri rischi abbiano una relazione in linea con la teoria finanziaria classica ovvero che a maggior rischio dovrebbe corrispondere maggior redditività. C'è da osservare, in particolare, che la drastica riduzione di entrambe le leve (GLO e GLP)

accompagnata da una relazione negativa di queste con la redditività, abbiano inciso in modo consistente nel recupero di redditività di cui si parlava poco sopra. In questa direzione hanno agito anche l'aumento della vita residua, associato ai nuovi investimenti e l'aumento dell'intensità di circolante.

2.5 Il settore del turismo

In questo caso il campione di riferimento è molto ridotto e pari a 6 aziende (l'1,4% del totale). Il settore del turismo appartiene al settore dei servizi e registra un andamento molto negativo²¹ in particolare nel 2009. Partendo dai dati sintetici di conto economico riportati in Tabella 15, si nota come si registri un crollo del fatturato nel 2009, dopo anni di crescita continua. Il MOL diventa addirittura negativo nel 2009 a causa degli elevati costi della produzione, rappresentati principalmente da costi per il personale e ammortamenti e svalutazioni. Il 2008 e 2009 vedono il settore chiudere in perdita. Sul fronte della redditività la Figura 5 mostra come, prima della crisi, il settore avesse una redditività dei capitali di molto superiore a quella del campione, che però è andata via via erodendosi con la caduta del reddito operativo (di pari passo al MOL). Il settore ha cercato di reagire alla crisi riducendo l'investimento in circolante e chiedendo finanziamenti bancari. Gli apporti di capitale di rischio sono stati marginali. Il capitale di debito è servito per finanziare l'attività operativa, in particolar modo gli investimenti di sviluppo fatti nel 2009.

Tabella 15: Sintesi conto economico settore del turismo

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	186.035	222.440	220.287	209.154	205.081	194.610
Totale costi della produzione	223.099	233.237	218.268	207.750	207.494	196.426
MOL	- 5.850	5.887	16.640	14.864	9.571	9.965
Reddito Operativo	- 28.659	5.204	6.812	5.847	1.727	2.214
Utile/perdita di esercizio	- 26.049	7.335	1.636	2.367	288	619

Tabella 16: Indicatori di rischio-rendimento aziendale del settore del turismo

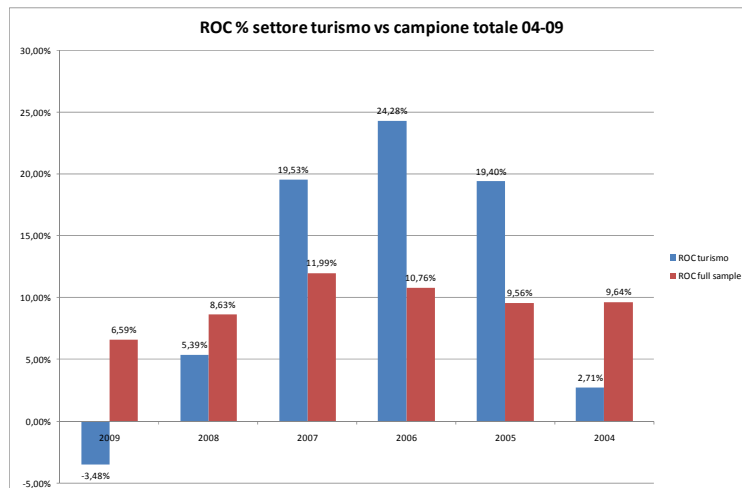
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROC (%)	-0,03	0,05	0,20	0,24	0,19	0,03
	-164,48%	-72,38%	-19,55%	25,14%	614,93%	
GLO	-2,60	-16,44	12,95	14,44	43,04	32,49
	-84,17%	-226,97%	-10,29%	-66,46%	32,48%	
GLP	2,58	2,70	2,59	2,57	2,87	2,81
	-4,14%	4,21%	0,79%	-10,44%	2,03%	
V-Res	6,03	13,37	11,47	11,36	12,00	11,68
	-54,90%	16,57%	0,92%	-5,30%	2,67%	
D/E	2,58	1,37	1,66	1,51	1,47	1,59
	88,60%	-17,70%	10,17%	2,37%	-7,49%	
CCNC/F (%)	-0,12	-0,09	-0,09	-0,09	-0,06	-0,04
	30,14%	3,80%	2,21%	38,44%	77,15%	

Tabella 17: Matrice di varianza/covarianza tra i driver di rischio e la redditività nel settore del turismo (periodo 2004-2009)

	ROC (%)	GLO	GLP	V-Res	D/E	CCNC/F (%)
ROC (%)	1	0,41	-0,07	0,49	-0,59	0,16
GLO	0,41	1	0,64	0,19	-0,27	0,75
GLP	-0,07	0,64	1	0,43	-0,42	0,77
V-Res	0,49	0,19	0,43	1	-0,99	0,58
D/E	-0,59	-0,27	-0,42	-0,99	1	-0,60
CCNC/F (%)	0,16	0,75	0,77	0,58	-0,60	1

²¹ I risultati sono sicuramente influenzati dalla ristrettezza del campione.

Figura 5: ROC% a confronto (periodo 2004-2009)



Guardando ai risk driver bisogna far notare l'irrelevanza dell'informazione fornita dal GLO del 2009 che presenta segno negativo, come a dire che se si diminuiscono le quantità vendute si ha un aumento di reddito operativo. In realtà questo risultato fuorviante è dovuto proprio al fatto che il reddito operativo è negativo e non consente una lettura "normale" del dato. La rischiosità in termini di prezzi rimane stabile, anche a causa delle caratteristiche specifiche del settore. Il rischio tecnologico si riduce trainato dai nuovi investimenti. Anche l'intensità di circolante si riduce, per effetto della maggior riduzione del circolante rispetto alla riduzione del fatturato. I fattori di rischio, escluso il GLO, si legano in modo alternato alla redditività: vita residua e CCNC/F hanno una correlazione positiva mentre GLP e D/E hanno una relazione negativa con il ROC.

3. Gli schemi di reattività adottati dalle imprese e le presumibili leve di manovra settoriali sfruttabili

Una volta commentati i risk drivers e le loro relazioni con la redditività, è possibile effettuare un controllo sulle considerazioni tratte nel paragrafo precedente, guardando all'equilibrio finanziario complessivo dell'economia dei settori analizzati.

L'equilibrio finanziario può essere identificato in due forme²²:

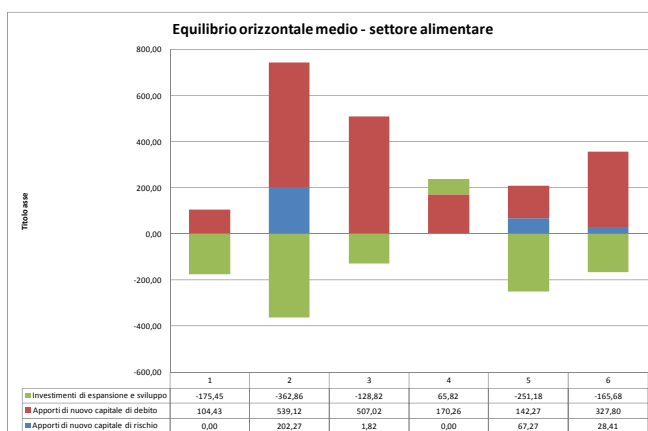
- quello verticale, deriva principalmente dai vincoli imposti alla gestione dalle scelte che l'impresa ha adottato in passato. Esso contrappone al flusso di cassa della gestione corrente i fabbisogni relativi a: (1) la naturale sostituzione dei cespiti obsoleti, (2) il pagamento delle imposte, (3) il pagamento delle remunerazioni a chi ha apportato capitale di rischio e capitale di debito. Tale equilibrio può essere alterato – positivamente o negativamente – da flussi originati da fatti straordinari oppure dalle gestioni accessorie;
- quello orizzontale, deriva invece dalla contrapposizione fra fabbisogni di capitale per sviluppo ed espansione ed afflussi di risorse dal mercato finanziario, siano esse derivanti da capitale di debito o capitale di rischio.

²² Cfr. G. Bertinetti, Finanza Aziendale Applicata, Giappichelli, 2001

In questa sede soffermiamo brevemente l'attenzione sull'equilibrio orizzontale medio di settore per capire, in termini di scelte di investimento e finanziamento, in che modo le imprese abbiano cercato di reagire alla crisi e su quali leve di manovra potrebbero aver agito.

Il settore alimentare (v. Fig. 6) investe in media 150-200 mila euro all'anno (compreso il 2009) e ricorre all'indebitamento soprattutto per il circolante; immette capitale negli anni buoni (es. 2008); ha un MOL ridotto rispetto alla media generale dell'industria (v. Tabella 4), ma sopravvive abbastanza bene alla crisi. Sembrerebbe avere un modello di rischio che penalizza la redditività soprattutto quando il mercato è in espansione; probabilmente perché distribuisce valore ad altri componenti della filiera (banche?). Negli anni in flessione riesce a farsi prestare denaro, forse proprio per la stabilità del rapporto con i clienti.

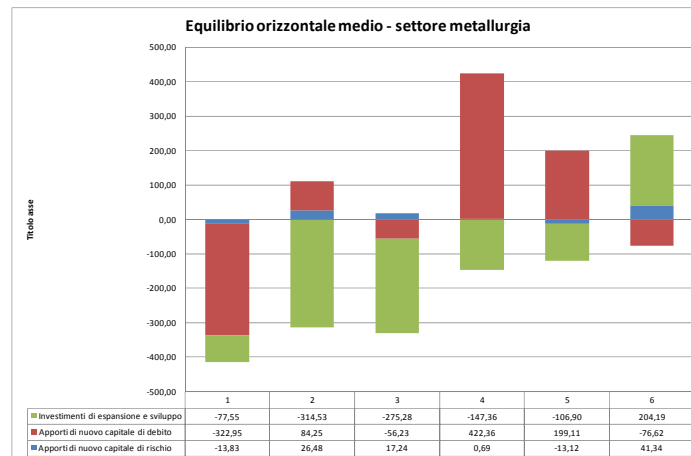
Figura 6: Evoluzione dell'equilibrio orizzontale medio (in migliaia di euro) nel settore alimentare (2004-2009)



Il settore della metallurgia (v. Fig. 7) investe in media 250 mila euro negli anni buoni, ma riduce l'investimento in misura consistente nell'anno di crisi²³. Non ha grossi problemi di circolante probabilmente perché riceve anticipi dai clienti negli anni buoni ed ha la possibilità di rientrare verso le banche negli anni cattivi. Motivo di ciò potrebbe essere la possibilità di sfruttare differenziali di prezzo tra ricavi e acquisti (ricavi stabili per prezzi fissati nel 2008 in prospettiva di crescita e costi in calo per prezzi di acquisto nel 2009 in forte ribasso). MOL e ROC si riducono per via del capitale fisso (capacità non utilizzata), ma il modello di rischio aiuta a gestire il margine.

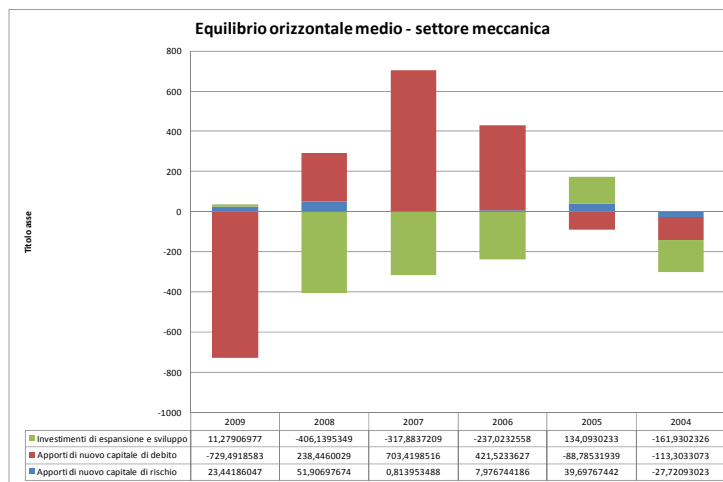
²³ I dati del campione sembrano bassi per essere un settore capital intensive. La media nazionale riporta dei dati significativamente maggiori.

Figura 7: Evoluzione dell'equilibrio orizzontale medio (in migliaia di €) nel settore dei metalli (2004-2009)



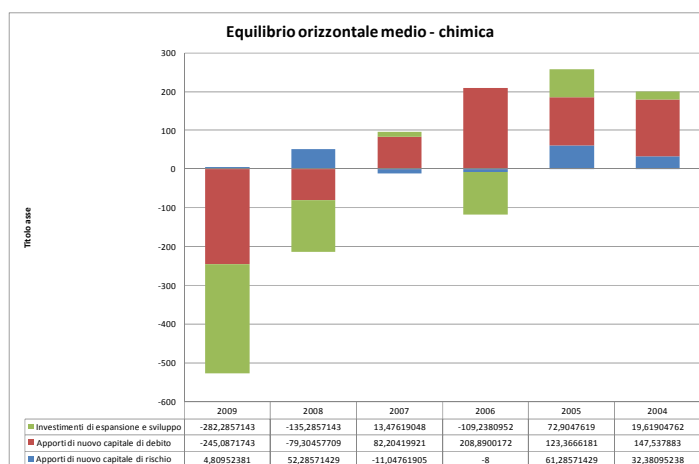
Il settore della meccanica (v. Fig. 8) investe in media 300-400 mila euro negli anni di boom (2007 e 2008) ma blocca gli investimenti nel 2009. Ha grosse difficoltà di gestione del circolante ed è costretto a contrarlo pesantemente nel 2009. Accusa una forte riduzione del MOL già nel 2008 e cade velocemente negli anni successivi, perché il modello di rischio porta l'azienda ad essere schiacciata tra clienti e fornitori (si mantiene il capitale umano - risorsa strategica interna). In particolare, si condivide la crisi con i fornitori ma, a causa dei mancati pagamenti da parte dei clienti o riduzione degli ordini, si soffre in "apnea".

Figura 8: Evoluzione dell'equilibrio orizzontale medio (in migliaia di €) nel settore della meccanica (2004-2009)



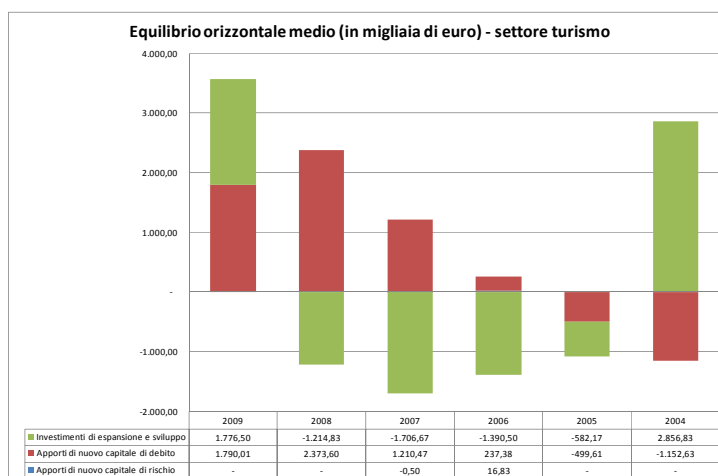
Il settore della chimica (v. Fig 9) investe in media 70-130 mila euro negli anni buoni, con un significativo apporto di capitale proprio; ma investe anche di più nell'anno di crisi 2009 (300 mila euro), probabilmente puntando sulla tecnologia e sulle acquisizioni come strumento di competizione. Accresce MOL e ROC probabilmente per effetto combinato di buoni rapporti con i clienti e margini sui costi delle materie prime; combina i fattori positivi dell'alimentare e della metallurgia.

Figura 9: Evoluzione dell'equilibrio orizzontale medio (in migliaia di €) nel settore della chimica (2004-2009)



Il settore turistico (v. Fig. 10) investe mediamente 1,5 milioni di euro finanziandosi quasi esclusivamente tramite capitale di debito. Gli apporti di capitale di rischio sono prossimi allo zero quasi in tutti gli anni. Le imprese cercano di recuperare liquidità internamente riducendo il circolante ma la riduzione progressiva del MOL fa sì che la capacità di autofinanziamento sia molto esigua. Inoltre, il peso degli ammortamenti e delle svalutazioni abbate, fino a renderlo negativo, il reddito operativo.

Figura 10: Evoluzione dell'equilibrio orizzontale medio (in migliaia di €) nel settore turismo (2004-2009)



Conclusioni

In uno scenario complesso come quello attuale viene chiesto alle imprese di gestire i rischi in modo diverso. Non è più possibile concentrarlo nelle mani dell'imprenditore o di qualche responsabile di filiera ma è necessario sviluppare strumenti contrattuali e di gestione che aumentino reattività e innovazione a tutti i livelli. L'evidenza presentata sui dati di questo campione di aziende italiane dimostra come gli imprenditori siano ancora lontani dall'aver assimilato questo insegnamento: il rapporto rischio-rendimento è "invertito" e questo toglie attrattività alle imprese per possibili nuovi investimenti, che tanto gioverebbero alla ripresa economica. Si è cercato pertanto in questa sede di fornire alcune chiavi di lettura sui temi legati al rischio e uno schema metodologico per cercare di interpretare meglio la capacità reattiva delle imprese, differenziata

per settore. Lo studio è preliminare e le possibili estensioni alla ricerca sono molteplici. Si ritiene però che un nuovo approccio all'analisi dei rischi sia necessario, per poter effettuare il passaggio di cui si diceva in apertura: dal rischio inteso come “portatore di danno” al rischio inteso come “portatore di nuova ricchezza”.

Bibliografia principale

Bertinetti G., *Finanza Aziendale Applicata*, Giappichelli, 2001;

Gardenal G. (2010), *A Lintner-based criterion to evaluate private equity investments: can we rely on accounting measures? Evidence from the North-East of Italy*. Paper presentato all'IRMC2011 di Amsterdam (<http://www.irmc.eu/public/files/>);

Gardenal G., *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, Studio LT2, Venezia, 2011, ISBN 978-88-88028-64-4;

Gurisatti P. e Mantovani G. M., (a cura di), *Afferrare il futuro! Strategie di Risk Management per l'impresa di domani* – Università Ca' Foscari, (2010);

Gurisatti P., Mantovani G. M., *A ciascuno il suo rischio: le imprese italiane e la gestione dell'incertezza ai tempi della crisi*, *Giovani Imprenditori Confindustria e Università Ca' Foscari*, 2010;

Pavitt K., *Sectoral patterns of technical change: towards a taxonomy and theory*, *Research Policy*, 1984, 13, pp. 343–373;

Pavitt K., Robson M., Townsend J., (1989), *Technological Accumulation, Diversification and Organisation in UK Companies, 1945-1983*, *Management Science*, Vol. 35, No. 1, pp.81-99;

Stulz R., (1996), *Rethinking Risk Management*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No. 3, pp. 7-24.