

I Quaderni del CEG

È la rivista scientifica ufficiale del CEG. Ha una periodicità variabile (in genere due/tre numeri per anno) e pubblica ricerche, atti di convegni, raccolte di articoli relativi agli argomenti scientifici trattati dal Centro.

Nel 2009 sono stati stampati i seguenti numeri:

1. A cura di Ferruccio Bresolin, *Rischio povertà in un territorio ad alto reddito: il caso della provincia di Treviso*, Arti Grafiche Zoppelli dal 1853, Dossion di Casier, 2009.
2. A cura di Graziano Serragiotto, *La facilitazione e la mediazione linguistica nell'italiano L2*, Studio LT2, Venezia, 2009.

Nel 2010:

1. A cura di Ferruccio Bresolin e Giancarlo Corò, *Artigianato e cultura in un mondo che cambia*, Studio LT2, Venezia, 2010.

Nel 2011:

1. Gloria Gardenal, *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, Studio LT2, Venezia, 2011.

Euro 14,00

ISBN 978-88-88028-64-4



9 788888 028644

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi

STUDIO LT2



Università
Ca' Foscari
Venezia

CEG - Centro
Interdipartimentale
su Cultura
ed Economia
della Globalizzazione

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi

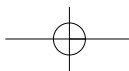
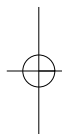
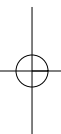
Gloria Gardenal



I quaderni del CEG
1/2011

STUDIO LT2

STUDIUM
LA NUOVA BIBLIOTECA UNIVERSITARIA



Il presente studio si inserisce in un filone di ricerche iniziato nel 2004 e frutto della collaborazione tra l'Università Ca' Foscari e la Camera di Commercio di Treviso.

Il ringraziamento per il raggiungimento di questo risultato va al Professor Giorgio Bertinetti e al Professor Guido Mantovani, per la preziosa supervisione scientifica e per l'imprinting sui temi di analisi delle imprese. Un particolare ringraziamento va alla Dott.ssa Elisa Daniotti per la fattiva collaborazione in sede di analisi e di revisione e per aver curato l'appendice finale del testo. Infine un sentito grazie alla Fondazione Teofilo Intato per i supporti messi a disposizione.

ISBN 978-88-88028-64-4

Prima edizione, febbraio 2011

Copyright © 2011 - Studio LT2

Coordinamento editoriale:

Lisa Marra

Progetto e realizzazione grafica:

IDVISUAL - www.idvisual.it

Stampa:

E b.o.d. s.a.s. - Milano

Edito da **Studio LT2**

Dorsoduro 1214

30123 Venezia

Tel. +39.041.24.15.372

Fax +39.041.24.15.371

studio_lt2@libreriatoletta.it

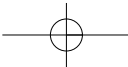
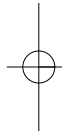
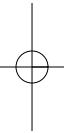
www.studiolt2.it

Tutti i diritti riservati. Nessuna parte di questa pubblicazione può essere fotocopiata, riprodotta, archiviata, memorizzata o trasmessa in qualsiasi forma o mezzo - elettronico, meccanico, fotografico, digitale - se non nei termini previsti dalla legge che tutela il Diritto d'Autore.

**Strumenti di analisi
finanziaria e dei
rischi aziendali:
una fotografia
dell'economia trevigiana
in tempo di crisi**

Gloria Gardenal

STUDIO
LT2



INDICE

- 7 PRESENTAZIONE DEL C.E.G.
- 9 INTRODUZIONE (Giorgio Bertinetti)

STRUMENTI DI ANALISI FINANZIARIA E DEI RISCHI AZIENDALI: UNA FOTOGRAFIA DELL'ECONOMIA TREVIGIANA IN TEMPO DI CRISI

- 17 1. Descrizione del campione
 - 19 1.1. *Numero di addetti*
 - 21 1.2. *Ricavi delle vendite*
 - 23 1.3. *Totale dell'attivo*
- 26 2. Lettura e analisi finanziaria dei bilanci aziendali
 - 27 2.1. *La lettura e riclassificazione del bilancio secondo pertinenza gestionale*
 - 34 2.2. *L'analisi degli impieghi*
 - 39 2.3. *L'analisi delle fonti*
 - 42 2.4. *L'analisi dei flussi di cassa*
 - 48 2.5. *L'analisi degli equilibri finanziari*
- 51 3. L'analisi della redditività aziendale
 - 52 3.1. *L'analisi della redditività corrente*
 - 58 3.2. *L'analisi della redditività dei capitali*
 - 63 3.3. *L'analisi delle determinanti della redditività*
 - 67 3.4. *La sensitività della redditività*
- 72 4. L'analisi dei rischi aziendali
 - 73 4.1. *L'analisi dei rischi legati al capitale*
 - 79 4.2. *L'analisi dei rischi legati alla struttura dei costi*
 - 86 4.3. *L'analisi degli orizzonti impliciti alle decisioni imprenditoriali*
 - 89 4.4. *Dall'analisi dei rischi elementari all'analisi del rischio aziendale complessivo*

91	5.	Dall'economia ai singoli comparti: analisi dei settori
91	5.1.	<i>Analisi del posizionamento dei settori rispetto ai singoli comparti</i>
92	5.1.1.	Equilibri finanziari
95	5.1.2.	Redditività operativa
101	5.1.3.	Rischio di quantità e rischio di prezzo
105	5.1.4.	Squilibri temporali
107	5.2.	<i>Analisi del posizionamento dei settori rispetto ai singoli comparti</i>
109	5.2.1.	Un settore <i>supplier dominated</i> : l'alimentare
111	5.2.2.	Un settore <i>scale intensive</i> : la metallurgia
112	5.2.3.	Un settore <i>specialised supplier</i> : il comparto della meccanica
113	5.2.4.	Un settore <i>science based</i> : la chimica
115	5.2.5.	Un settore <i>information intensive</i> : il commercio al dettaglio
117		CONCLUSIONI
119		BIBLIOGRAFIA
121		APPENDICE (di Elisa Daniotti)

PRESENTAZIONE DEL C.E.G. (www.unive.it/ceg)

Il C.E.G. è il **Centro Interdipartimentale su “Cultura ed Economia della Globalizzazione”** voluto dall’Università Ca’ Foscari per valorizzare il Campus di Treviso, dove il Centro ha la propria sede operativa, grazie anche al generoso contributo della Fondazione Cassamarca. Al suo interno, si raccolgono i frutti di tutto l’investimento fatto in tanti anni di presenza dell’Ateneo veneziano nel polo trevigiano, caratterizzato per la focalizzazione su tematiche internazionali, in linea con la vocazione tipica del territorio circostante, che ha permesso di raccogliere, scambiare e capitalizzare esperienze uniche.

L’insegnamento che questi anni di esperienza coagulano nel CEG è chiaro: **il confronto** fra culture diverse **arricchisce** sempre **a motivo degli scambi che innesca**, tanto nel campo dell’economia, quanto in quello della società civile. È infatti la diversità culturale ad essere un valore in sé stesso, non certo la piega omogeneizzatrice che di recente ne vorrebbe l’appiattimento, permettendo di portare al prossimo i benefici di decenni, spesso secoli, di esperienze diverse, talvolta dolorose.

Apertura alla interdisciplinarietà ed al confronto culturale. Sono questi i tratti che fanno del Centro una delle esperienze più originali del panorama accademico italiano, possibile grazie alla fruttuosa collaborazione fra le esperienze di docenti e ricercatori provenienti da diversi Dipartimenti (vecchi e nuovi dal 2011) di Ca’ Foscari con quelle di altre professionalità provenienti dalla società civile ed altri Atenei. Le finalità del Centro si articolano così lungo tre assi fondamentali:

- la **ricerca**, attingendo all’insieme delle competenze in campo economico, linguistico, aziendalistico, statistico, informatico e giuridico che caratterizzano la sede trevigiana dell’ateneo, per fertilizzarle con un’ampia rete di relazioni nazionali ed internazionali;
- la **didattica**, sia promuovendo e sostenendo la didattica più legata alle attività accademiche della sede trevigiana sia sviluppando quella più specialistica legata a corsi avanzati, master, executive e di perfezionamento;
- il **territorio**, svolgendo un’attività di raccordo costante fra università e *stakeholder* con la promozione di iniziative culturali e lo sviluppo di ricerche di base ed applicate a favore di enti ed istituzioni che così collaborano attivamente all’indirizzo delle attività del Centro.

L’originalità del Centro è stata rafforzata dalla recente adozione di un regolamento totalmente nuovo, che ha introdotto il tandem fra **la figura del Presidente espressione**

8 Presentazione del C.E.G.

del territorio perché scelto fra gli aderenti non accademici e quella del Direttore espressione dell'Ateneo. La stagione di più intensa e proficua collaborazione con il territorio che in questo modo si rafforza **permetterà di trasformare rapidamente la ricerca in esperienza didattica ed operativa**. Istituyendo poi la *School of Global Development & Entrepreneurship* il processo si completerà ancor più efficacemente perché **offrirà i nuovi corsi di Laurea e Master** tarati sulle esigenze concrete del territorio locale promuovendone su scala globale le capacità insieme alle competenze dell'Ateneo.

Grazie al supporto costante del Rettore, prof. Carlo Carraro, questo imponente processo di cambiamento ha potuto dispiegarsi in meno di un anno; parimenti non avrebbe potuto realizzarsi senza un rinnovato impegno da parte dell'Ateneo e della Fondazione Cassamarca. Così, come nelle fiabe più belle, **il "brutto anatroccolo" trevigiano si è riscoperto essere un "magnifico cigno"**. Come Presidente e Direttore del CEG di recente elezione siamo particolarmente impegnati a fare in modo che questo percorso si consolidi, grazie anche al supporto del Direttivo e di una squadra di docenti che hanno avuto il coraggio di diventare protagonisti di questa fiaba meravigliosa e permettere la tradizionale conclusione del "... e vissero tutti felici e contenti".

Con grande soddisfazione la fiaba del nuovo corso si apre con uno scritto di una docente giovane. E il caso vuole che l'Autrice venisse premiata anni or sono fra le studentesse trevigiane più promettenti dal Presidente (in altro incarico) per essere poi coinvolta dall'attuale Direttore nelle attività dell'Ateneo. **Buona lettura a tutti!**

Giuseppe Maset, Presidente CEG
Guido Massimiliano Mantovani, Direttore CEG

INTRODUZIONE (Giorgio Bertinetti)

Gli anni più recenti sono stati per molti versi straordinari: non solo si è assistito ad una delle crisi economico-finanziarie più importanti della storia moderna, ma si è anche avuto modo di vedere come questo processo di crisi abbia inciso profondamente sulla società civile, sui suoi meccanismi di funzionamento, sui comportamenti dei suoi membri e delle istituzioni. Le imprese sono state protagoniste di questo processo per via del rilievo che rivestono all'interno del sistema economico.

Mai come in questi anni è risultato evidente come le imprese non siano semplici raggruppamenti di risorse (umane, finanziarie, economiche, ecc.), facilmente (leggi: senza costi particolari) smontabili in sotto-raggruppamenti che sarà poi possibile riaggregare agevolmente. Le imprese sono qualcosa di più complesso: sono sistemi organici di risorse, la cui valorizzazione (non solo economica) può essere migliorata con l'adozione di processi gestionali. È l'organicità delle risorse a rendere "non facile" (leggi: con ampi e significativi effetti indiretti) i processi decisionali in questa fase di cambiamento.

La complessità dei processi di gestione deriva dalla contemporanea esistenza di "relazioni evidenti" fra le componenti che formano le aziende a cui si associano moltissime "relazioni sottili" di più difficile intercettazione. Lette in chiave prospettica, queste due categorie di relazioni hanno orizzonti di esistenza diversi: il futuro delle imprese è spesso contenuto nelle relazioni sottili, non in quelle evidenti. L'analisi empirica si concentra però solitamente sulle sole relazioni evidenti, rischiando di conformare le decisioni aziendali ai soli fatti visibili, con l'effetto di condannare per tale via le imprese all'insuccesso a causa dell'incapacità di cogliere la giusta prospettiva nei segnali deboli, che troppo spesso le analisi quantitative più sofisticate lasciano in quei residui che ne disturbano l'affidabilità scientifica. Gino Zappa aveva capito e spiegato questa complessità tanto tempo fa; molti dei suoi pronipoti (scientifici) sembrano aver dimenticato questo insegnamento.

L'analisi economico-finanziaria dell'impresa è un campo del sapere dove la complessità delle relazioni sopra illustrate mette a dura prova la capacità dello studioso di elaborare metodi e soluzioni efficaci nello spiegare gli eventi anche in chiave prospettica, coerentemente con gli insegnamenti del Maestro. Il motivo di questa difficoltà è ben spiegato da Vittorio Coda, uno dei più eccellenti successori di Zappa a livello scientifico: l'analisi economico-finanziaria è un processo di induzione che muove dai risultati per interpretare le decisioni, diversamente dalla gestione che, al contrario, muove dalle decisioni da assumere oggi per dedurre risultati futuri, risultati quindi che prima sono attesi, e solo poi realizzati anche con interventi decisionali correttivi in corso d'opera.

10 Introduzione

Lo scopo dell'analisi economico-finanziaria delle aziende è supportare decisioni, siano esse quelle finalizzate alla produzione di risultati futuri oppure quelle che mirano a correggere effetti di scelte già assunte in passato. In entrambi i casi la relazione fra scelte presenti e risultati attesi rende il rischio d'impresa una determinante fondamentale della gestione. Il rischio in impresa non va dunque inteso semplicemente come una condizione dell'ambiente economico che la circonda; è questa la tipica visione miope di chi si limita alla sola analisi delle "relazioni evidenti", trovando più comodo relegare il rischio al ruolo di "fattore di disturbo" anziché sforzarsi di indagare quelle "relazioni deboli" con la complessità aziendale suggerita dal Maestro. Come ben intuito e dimostrato da Guido Mantovani, il rischio è invece un "fattore della produzione" (non di disturbo) dell'impresa perché contribuisce fattivamente alla produzione della sua ricchezza.

L'analisi economico-finanziaria va quindi necessariamente congiunta a quella dei rischi d'impresa, per poter cogliere al meglio l'insieme delle relazioni aziendali nella loro complessità e dinamica. Un'attività che non si basa solo sul mero calcolo di indicatori (seppur complessi), ma anche su schemi di interpretazione aziendale degli eventi che permettano di scegliere (fra i tanti disponibili) gli ulteriori indicatori utili per aumentare la profondità dell'indagine. Il lavoro di Gloria Gardenal che qui si introduce non deve quindi essere inteso come una semplice fotografia dell'economia della Marca Trevigiana, ma come la proposta di un modello di analisi economico-finanziaria e dei rischi delle imprese di tale area geografica.

L'economia della Marca Trevigiana rappresenta un modello storicamente vincente. Gli ingredienti di questo successo sono in parte riconducibili a caratteristiche tipiche dell'economia italiana, in parte sono invece legati a tratti specifici del territorio. La dimensione delle imprese trevigiane vede un rilievo importante della PMI, similmente a quanto accade mediamente in Italia, ma il loro funzionamento si caratterizza per una economia di rete fortemente interconnessa con imprese medie che agiscono quali *leader* dello sviluppo complessivo. Una seconda variabile che caratterizza l'economia trevigiana è la capacità di competere all'estero a tutti i livelli: l'*export performance* è significativa; i modelli di formazione dei prezzi consentono alle aziende di farsi riconoscere il valore delle proprie produzioni nei mercati internazionali; quando necessario, le imprese hanno capacità di presidiare le arene competitive internazionali attraverso investimenti diretti all'estero. Fra i motivi che sostengono particolarmente questa competitività vi è sicuramente la qualificazione del personale che collabora attivamente con le imprese e la capacità imprenditoriale di chi le gestisce.

La più marcata apertura internazionale ha ridotto la correlazione fra dinamica dei fatturati e dei consumi nazionali, permettendo di attenuare gli effetti più disastrosi della crisi economico-finanziaria, da cui le imprese trevigiane sono rimaste parzialmente immuni. Un dato su tutti ne è evidenza: il calo del fatturato nel 2009 rispetto all'anno precedente si limita al 12% circa, attestandosi sotto la media nazionale. Nello stesso periodo, però, il margine di contribuzione ed il valore aggiunto del campione analizzato mostrano flessioni più contenute, rispettivamente del 9,5% e dell'8,5%. La consapevolezza del contributo del c.d. "capitale umano" ai risultati aziendali è fra i motivi per cui gli imprenditori trevigiani non hanno trasferito integralmente gli impatti

della crisi economica sulla propria forza lavoro; il calo del costo del personale si limita all'1,75%. Fra i motivi di questa evidenza non vi è il solo calcolo economico ma anche un'etica del lavoro e della società che da sempre fa parte della cultura veneta e ne continua a decretare il successo. Molti altri sacrifici sono invece stati adottati nel breve termine per affrontare la crisi; le aziende trevigiane hanno dimostrato una grande reattività agli eventi che, come noto, è la vera soluzione per affrontare i rischi che si configurano nel sistema, limitando i danni sui risultati finali di conto economico. Il calo degli utili netti nel 2009 è stato molto significativo, pari a circa il 60%, ma il sistema non ha mostrato perdite economiche. Un risultato ancora più significativo se si considera che il sistema tributario non ha certo contribuito favorevolmente a questa dinamica, posto che le imposte complessivamente a bilancio si sono contratte solamente dell'11% circa.

La reattività delle imprese della Marca è dimostrata anche dalla dinamica conosciuta dalla composizione degli stati patrimoniali, dinamica che lascia ben sperare per la prossima fase di uscita dalla crisi. Gli impieghi aziendali sono stati ridotti agendo principalmente sulla dimensione del Capitale Circolante Commerciale. Il Capitale Immobilizzato ha mostrato invece una contrazione più che limitata, segno che le imprese hanno comunque cercato di effettuare gli investimenti di rimpiazzo della capacità produttiva erosa dagli ammortamenti, premessa indispensabile per mantenere una competitività a più lungo termine. La liquidità derivata dalla compressione del Capitale Circolante è stata utilizzata anzitutto per ridurre l'esposizione verso il sistema bancario, calata del 6,29% e per alimentare le riserve di liquidità nelle aziende (+12,27%). È questa strategia che ha permesso di mitigare l'impatto degli oneri finanziari complessivi a carico del conto economico, diversamente da quanto accaduto in altri tessuti produttivi. Parimenti, la proprietà delle aziende ha proceduto ad azioni di ricapitalizzazione con l'immissione di capitale sia attraverso una più stretta politica di distribuzione degli utili, sia per il tramite di operazioni di raccolta di capitale di rischio e la rivalutazione degli attivi.

L'effetto sulla redditività operativa del capitale investito di queste aziende è interessante. La riduzione dei rendimenti dall'8,95% al 5,53% (-38,23%) consente alle imprese di generare redditi sufficienti alla copertura degli oneri finanziari. Il merito è principalmente da attribuire alla rotazione dei capitali investiti che flette da 1,56 volte a 1,41 volte (-9,87%), dimostrazione chiara che malgrado la crisi queste imprese hanno mantenuto vitalità nei rapporti con la clientela. Anche la vulnerabilità finanziaria delle imprese ne ha risentito in misura ridotta: la probabilità di generare redditi operativi inferiori agli oneri finanziari sale al 27,55% nel 2009, un dato elevato se confrontato con il 18,27% dell'anno precedente, ma nettamente inferiore alla media nazionale.

Nello svolgere le analisi finanziarie ci si sofferma frequentemente sull'opportunità di adottare tecniche specifiche per le imprese di più piccole dimensioni a motivo delle particolarità con cui esse raccolgono le risorse finanziarie. La forte presenza degli intermediari finanziari nel sistema, poi, rende più difficile, talvolta impossibile, il ricorso a strumenti di analisi più adatti all'applicazione in contesti ove i finanziamenti sono principalmente negoziati in mercati organizzati. Le conclusioni sono spesso predeterminabili: le nostre imprese sono sottocapitalizzate, fortemente concentrate sulla raccolta di capitale di debito a breve-termine, soffrono di una forma di nanismo dovuta alla difficoltà di sviluppare programmi di crescita, sono eccessivamente cariche di circo-

lante. Si tratta di considerazioni certamente condivisibili, in parte riscontrabili anche nelle evidenze proposte in questo scritto, che tuttavia suggerisce come questa sia una visione parziale, dovuta alla difficoltà di cogliere un elemento importante per capire pienamente l'economicità della PMI Italiana: il valore economico dei loro patrimoni e delle loro competenze imprenditoriali.

L'analisi finanziaria tradizionale, infatti, si concentra sulle modalità di impiego (in azienda) e di raccolta (nel sistema) delle risorse finanziarie. L'ipotesi implicita in questi modelli è che il contributo marginale (leggi: produttività marginale) delle risorse finanziarie alla redditività complessiva dell'impresa sia facilmente enucleabile. È per questo motivo che i modelli tradizionali ipotizzano che le risorse siano facilmente negoziabili a prezzi trasparenti (c.d. costo opportunità del capitale). Questa piena identificabilità della produttività marginale e del costo marginale del capitale non è relegata alla dimensione di impresa (si applica alle grandi come alle piccole) a motivo proprio della struttura con cui il sistema economico e finanziario sono conformati.

Nella nostra realtà operano invece meccanismi diversi che non consentono di separare facilmente nelle aziende la produttività marginale del capitale finanziario da quella delle altre risorse, in particolare delle capacità imprenditoriali:¹ non a caso proprietà e controllo delle imprese sono spesso sovrapposti in modo significativo. La miscela di capitale finanziario e competenze imprenditoriali è solitamente feconda: il valore dei capitali in funzionamento (ovvero operanti con il contributo delle competenze) è nettamente più elevato del loro costo di rimpiazzo, 1,44 volte secondo l'aggiornamento dei dati presentati nelle indagini precedenti del CEG-Treviso² da cui questo scritto si genera. Occorre però anche rammentare che tale valore non è facilmente negoziabile: la cessione del capitale produce la recisione dei rapporti di produttività congiunta con le competenze imprenditoriali e, di conseguenza, il calo del prezzo effettivamente negoziabile; il Q-ratio della Marca si limitava nelle indagini precedenti a 1,12, segnalando la presenza di un cospicuo valore delle competenze (32% del valore di rimpiazzo degli attivi) che il mercato fatica a riconoscere.

Questa peculiarità dei meccanismi di valutazione non si collega alle dimensioni delle imprese (non è quindi specifica delle imprese di più piccole dimensioni) bensì alla loro *governance*. La presenza di competenze in impresa non è quindi garanzia di economicità a lungo termine delle imprese se queste competenze non potranno essere trasferite dagli individui all'organizzazione aziendale per poi coltivarne di altre. In caso contrario, il valore delle imprese rimane condizionato all'effettiva permanenza del contributo fattivo delle competenze nell'organizzazione, per questo, potenziale. L'imprenditore capace, di cui molti imprenditori della Marca sono esempio, riesce

¹ Cfr. Mantovani G.M., *Competence value e merito di credito delle imprese*, in *Argomenti*, dicembre 2004, Ed. Franco Angeli

² Mantovani G.M., *Valore dell'impresa e valore delle capacità imprenditoriali*, sta in AA.VV. "Le performance delle imprese trevigiane attraverso l'analisi aggregata dei bilanci", CCIAA-Treviso, novembre 2004;

Gardenal G. e Mantovani G. M., *Elementi per una valutazione delle capacità imprenditoriali e delle imprese trevigiane*, sta in AA.VV. "Nuovo rapporto sui bilanci aggregati delle imprese trevigiane" – Camera di Commercio di Treviso, (2006)

certamente ad accrescere in modo significativo la redditività delle aziende; ma l'imprenditore illuminato lavora anche per fare in modo che la più alta redditività relativa dell'azienda che dirige persista anche dopo la sua uscita dall'impresa (la frequenza di questa fattispecie di imprenditori è nettamente inferiore). Solo in questo modo il valore (creato) dalle competenze, come tale potenziale, si può incorporare completamente nel valore del capitale economico delle aziende negoziabile con i terzi.

La presenza di *competence value* delle imprese produce effetti specifici sull'esercizio delle funzioni finanziarie nelle aziende perché richiede al capitale finanziario di presidiare due processi economici:

- quello di creazione del valore, attraverso il quale si finanziano investimenti capaci di una redditività superiore al *benchmark* di riferimento (costo opportunità del capitale). In questo processo, l'elemento cardine è il rapporto fra rendimento e rischio;
- quello di emersione del valore, attraverso il quale si sostiene il processo di coltivazione (prima) e di diffusione (poi) delle competenze in azienda a sostegno della redditività di lungo termine. In questo secondo processo, l'elemento cardine è il rapporto fra tempo e rischio³.

A queste problematiche, poi, si devono aggiungere quelle che caratterizzano tipicamente la finanza delle imprese di più piccole dimensioni, già discusse prima. Lo schema che segue può esserci di aiuto per capire meglio questi aspetti, riportando gli ultimi dati complessivamente disponibili.

Figura 1: struttura dei capitali aziendali nella Marca Trevigiana

Circolante (106,68)	Capitale Investito Netto Bilancio (=206,68)	Valore economico-finanziario 241,69 (+16,94% o + 35,01)	Valore potenziale (291,60 + 20,65% o + 49,91)	128,50 Debito (62,17% totale bil.)
Immobilizzi (100)				Mezzi Propri (78,18)
Intangibile & Goodwill (Q-ratio: x 1,1694)				Equity
Valore delle Competenze (T-ratio: x 1,2065)				

• La tipica azienda della Marca che necessita di investire 100 in immobilizzi, genera un fabbisogno di risorse finanziarie effettivo pari poco più del doppio, 184,29. La differenza è dovuta alla consistenza del capitale circolante, problema più caratteristico nelle PMI italiane, che ne indebolisce strutturalmente la capacità di negoziare risorse finanziarie con il sistema bancario;

• la stessa azienda raccoglie mediamente 94,73 di capitale di debito, il 51,40% degli attivi, ma di questi solo 10,44 sono indirizzati al finanziamento dei 100 investiti nel capitale immobilizzato nell'azienda. I restanti 89,56 sono investiti dalla proprietà. La sotto-capitalizzazione delle imprese di piccole dimensioni è quindi un fenomeno reale, anche se spesso si omette di rammentare che gli 89,56 (% immobilizzi) sono anche i media di apporto delle competenze in azienda da parte della proprietà.

³ Leland E.H., Toft K.B., (1996), Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads, in *The Journal of Finance*, Vol. 51, N. 3, p. 987-1019.

Nel momento in cui l'impresa viene attivata dimostra una capacità di competere comprovata dalla maggiore redditività operativa e netta. Questa competitività accresce il valore dell'impresa in misura differenziata a seconda che si considerino – o meno – gli apporti delle competenze imprenditoriali:

- il valore complessivo di capitale e competenze sale fino a 265,20, superiore di 80,91 rispetto al dato di capitale netto espresso dai bilanci. Tuttavia questo valore rimarrà potenziale fino a quando la sua presenza sarà condizionata dalla gestione di uno specifico imprenditore;
- il valore effettivamente emerso si limita infatti a 206,90, lasciando spazio solo a +22,61 di valore di avviamento delle imprese. Soltanto il completamento del processo di emersione delle competenze permetterà di elevare il valore negoziale dell'impresa a 265,20.

Il valore numerico che emerge dall'analisi quantitativa dell'indebitamento subisce variazioni impressionanti a seconda della prospettiva in cui si decide di porsi:

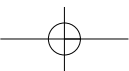
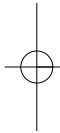
- nell'ottica meramente contabile (quella tipica delle analisi di bilancio tradizionali), il debito è il 51,40% degli attivi dato che vi sono 1,06 euro di debito per ogni euro di capitale di rischio;
- nell'ottica dei valori di mercato (quella tipica delle analisi finanziarie anglosassoni), il debito è solo il 45,79% (94,73 vs. 206,90) dei valori di attivo, dato con debt-to-equity a 0,84;
- nell'ottica dei valori aziendali, il debito si riduce al 35,72% del valore complessivo degli attivi e delle competenze (94,73 vs. 265,20) con un debt-to-equity (&competence) a 0,56, naturalmente a condizione che il ciclo di travaso delle competenze si completi.

La dispersione dei risultati visti fa comprendere la fragilità di approcci all'analisi finanziaria basati su mere applicazioni numeriche; i dati appena commentati rappresentano una realtà economica, che può essere messa meglio a fuoco solo integrando i risultati numerici di calcolo con evidenze aggiuntive capaci di mettere in luce la complessità dei fatti economico-aziendali (quindi anche le relazioni sottili). Ad esempio, i dati che troverete in questa pubblicazione dimostrano che la durata dei cicli economici degli investimenti nelle aziende della Marca sono mediamente pari a 9 anni (vita economica residua degli attivi). La *duration* implicita nei passivi aziendali è invece pari a 8,5 anni. Questo significa che il tempo medio atteso di travaso delle competenze imprenditoriali nelle strutture aziendali dovrebbe essere compreso fra 8 e 9 anni; ma questo significa anche che è su questo orizzonte temporale che il profilo rendimento-rischio delle imprese andrebbe valutato per determinare un corretto processo di affidamento. Si tratta di un orizzonte temporale nettamente maggiore rispetto a quello utilizzato negli uffici fido delle banche, spesso dettato dalla durata del ciclo di vita dei prodotti e/o dalla affidabilità delle previsioni formulabili (solitamente: tre anni). Tuttavia, sono proprio quei cinque-sei anni di differenza fra il ciclo di vita di un prodotto e quello delle competenze a sancire la capacità prospettica delle imprese di crescere, di remunerare in misura soddisfacente tutti i propri *stakeholder* ed onorare gli impegni finanziari assunti.

Gli evidenziati aspetti di analisi, al contempo affidabili sotto il profilo quantitativo

e intelligenti sotto il profilo qualitativo, sono destinati a divenire fondamentali nel prossimo contesto regolamentare noto come “Basilea-3”. Non credo sia un caso se gli studi al riguardo stanno fiorendo, fin dai primi pionieristici lavori di ricerca su questo tema generosamente sostenuti e finanziati dalla Fondazione Teofilo Intato, in un territorio dove il tessuto produttivo è sempre stato portatore di queste esigenze e sono felice che l’Università Ca’ Foscari abbia saputo cogliere questa sfida, prima con l’istituzione del **Centro Interdipartimentale C.E.G.** e più di recente con l’attivazione della “*School of Global Development and Entrepreneurship*”, a cui il Dipartimento di Management da me diretto partecipa insieme con altri quattro Dipartimenti Cafoscarini. Con questo lavoro Gloria Gardenal, la più giovane tra gli studiosi di Finanza Aziendale che lavorano con me a Ca’ Foscari, raccoglie questa eredità scientifica e la proietta verso nuove sfide future.

Giorgio Bertinetti
Ordinario di Finanza Aziendale
Direttore del Dipartimento di Management
Università Ca’ Foscari Venezia



STRUMENTI DI ANALISI FINANZIARIA E DEI RISCHI AZIENDALI: UNA FOTOGRAFIA DELL'ECONOMIA TREVIGIANA IN TEMPO DI CRISI

I. Descrizione del campione

Il presente lavoro fotografa la situazione dell'economia trevigiana attraverso l'analisi dei bilanci di 3.046 società operanti nella provincia di Treviso. Il campione è composto da società che operano in 28 settori diversi, rappresentanti il settore primario (2%), secondario (63%) e terziario (35%).

Tabella 1.1 - Composizione settoriale del campione

Descrizione	Numero di imprese	Peso % sul totale
Agricoltura caccia e servizi, sivilcoltura	63	2,07%
Industrie alimentari, delle bevande	115	3,78%
Industrie tessili	61	2,00%
Fabbricazione di vestiti, tintura, pellicce	49	1,61%
Concia del cuoio	53	1,74%
Fabbricazione articoli in legno, sughero, paglia	104	3,41%
Fabbricazione di carta e prodotti di carta	35	1,15%
Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati	32	1,05%
Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiale	35	1,15%
Fabbricazione di prodotti in gomma e materie plastiche	96	3,15%
Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	79	2,59%
Metallurgia - Fabbricazione e lavorazione de prodotti in metallo escluse macchine e impianti	314	10,31%
Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali; ecc	24	0,79%
Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche	62	2,04%
Fabbricazione di macchine ed apparecchi meccanici	192	6,30%
Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi e di altri mezzi di trasporto	29	0,95%
Fabbricazione di mobili	237	7,78%
Altre industrie manifatturiere	38	1,25%
Costruzioni	310	10,18%
Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli	94	3,09%
Commercio all'ingrosso e intermediari del commercio, autoveicoli e motocicli esclusi	483	15,86%
Commercio al dettaglio (escl. Autoveicoli e motocicli); riparazione di beni personali per la casa	150	4,92%
Trasporti terrestri; trasporti mediante condotte; attività magazzino e ausiliare ai trasporti	80	2,63%
Alberghi e ristoranti	27	0,89%
Informatica e attività connesse	65	2,13%
Attività immobiliari	115	3,78%
Attività professionali	76	2,50%
Attività ricreative culturali e sportive	28	0,92%
TOTALE IMPRESE	3046	100,00%

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

L'economia trevigiana è caratterizzata da una concentrazione d'impresе in pochi settori di attività. Dalla Tabella 1.1 si può, infatti, osservare che il primo 50% del campione è rappresentato solo da sei settori. I comparti più rappresentativi sono nell'ordine: il settore del commercio all'ingrosso con il 15,86% delle imprese totali, il settore metallurgico (escluso quello della meccanica) con il 10,31%, il settore delle costruzioni con il 10,18%, il settore del mobile rappresentante il 7,78% del campione e il settore della costruzione di macchine e apparecchi meccanici (6,30%). Scopo dei paragrafi successivi è quello di descrivere il campione nel dettaglio. Nel seguito della trattazione, invece, useremo questi dati per entrare nel merito di questioni più interessanti: in particolare, approfondiremo alcune tecniche di analisi finanziaria al fine di interpretare le scelte di gestione attuate dai manager trevigiani negli ultimi 6 anni (dal 2004 al 2009), ponendo particolare attenzione agli ultimi anni caratterizzati dalla crisi economica.

NOTA METODOLOGICA

I valori che verranno presentati in queste pagine sono estratti dai bilanci di 3.046 società di capitali rappresentanti i principali settori dell'economia della Marca Trevigiana. I bilanci sono stati raccolti e selezionati attraverso il database AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende), pubblicato da Bureau Van Dijk Electronic Publishing.

La selezione del campione e l'elaborazione delle informazioni raccolte è influenzata dalla particolare struttura dell'imprenditoria italiana, costituita principalmente da piccole e medie imprese, e dalla normativa sulla redazione del bilancio. Qui di seguito verranno brevemente illustrate le modalità di estrazione del campione.

Estrazione del campione

Il campione è stato costruito tenendo in considerazione tre fattori: presenza dei bilanci su AIDA, anno di pubblicazione dei bilanci, settori di attività rappresentativi dell'economia locale. Per questi motivi il campione rappresenta solo una piccola parte del tessuto imprenditoriale trevigiano; tuttavia, il numero di società incluse è sufficientemente ampio da garantirne la rappresentatività.

Pubblicazione dei bilanci

Il codice civile prevede la redazione del bilancio d'esercizio per le sole società di capitali (S.p.A., S.r.l., S.A.p.A.¹); ciò implica l'esclusione dal campione di tutte le imprese individuali o costituite in forma di società di persone per le quali non è previsto l'obbligo.

I dati Istat mostrano che nel 2007 la provincia di Treviso contava 72.893 unità economiche² dell'industria e dei servizi. Le società di capitali rappresentano solo il 17%, le società di persone il 24% e la restante parte è costituita da imprenditori individuali, liberi professionisti e lavoratori autonomi.

Anno di pubblicazione dei bilanci

Il lavoro qui presentato si fonda sulla creazione di un unico bilancio, rappre-

sentante l'economia della provincia di Treviso, partendo dai bilanci delle singole società. Il bilancio aggregato, così generato, sarà poi la base per l'analisi finanziaria e dei rischi. Questo impone l'uso di un campione d'impresie stabile nel tempo; è stato perciò applicato il seguente criterio temporale: ogni impresa presente nel campione deve aver pubblicato il bilancio in ogni esercizio del periodo di analisi 2004-2009. Sono state quindi escluse tutte le società di cui si disponeva del bilancio solo per alcuni anni e in seguito all'applicazione di questo filtro il numero di società è risultato essere pari a 3.046.

Settori di attività

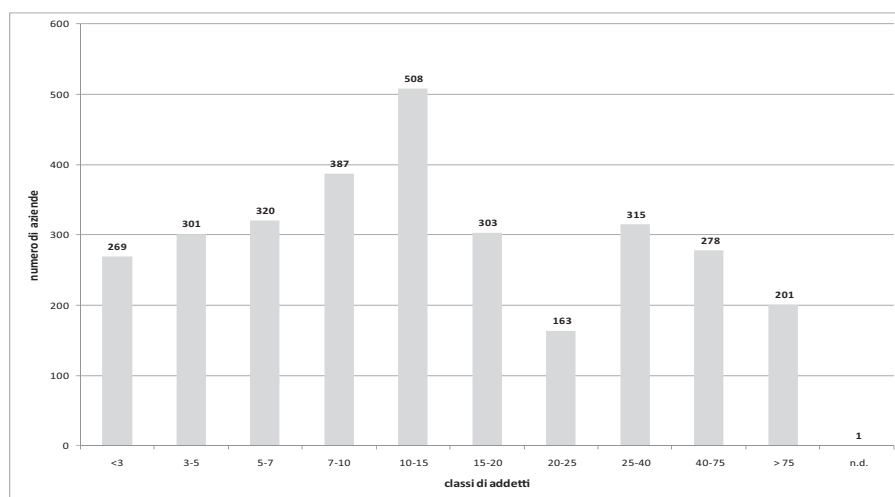
L'analisi a livello aggregato è stata poi ripetuta a livello di singoli settori sulla base della classificazione Ateco 2007. Al fine di garantire la significatività di tutti i sotto-campioni settoriali sono stati esclusi tutti i settori con un numero insufficiente di società. La soglia è stata fissata in 30 unità poiché si ritiene che in un campione dalla numerosità più ridotta, le scelte imprenditoriali di una singola impresa possano influenzare i dati di bilancio dell'intero campione. Si pensi ad esempio a un settore in cui il valore delle immobilizzazioni materiali è molto basso perché i cespiti sono stati quasi totalmente ammortizzati. Nel caso in cui un'impresa acquistasse un nuovo macchinario molto costoso, il valore delle immobilizzazioni subirebbe un forte incremento indicando un complessivo aumento degli investimenti che, però, ha riguardato solo una società. Nella Tabella 1.1 è riportato l'elenco dei 28 settori inclusi nell'analisi. Si può notare come alcuni settori non raggiungano la soglia sopra citata. Si è scelto di includerli ugualmente perché rappresentativi del tessuto economico della provincia.

¹ Si veda l'art. 2423 e seguenti del codice civile per la disciplina di bilancio della S.p.A., l'art. 2454 cc per la S.A.p.A. e l'art. 2478-bis cc per la S.r.l.

² Entità organizzativa finalizzata alla produzione di beni e servizi e dotata di autonomia decisionale (imprese, istituzioni pubbliche, istituzioni non profit). (*Fonte Istat*)

1.1. Numero di addetti

Iniziamo analizzando il livello di occupazione delle aziende trevigiane. La Figura 1.1 riporta la frequenza delle società per classe di dipendenti. La struttura imprenditoriale della Marca è caratterizzata dalla presenza di piccole imprese: quasi il 60% del campione ha un numero di dipendenti inferiore a 15, mentre solo il 6,60% occupa più di 75 addetti. La classe 10-15 dipendenti è quella più numerosa con 508 aziende (16,68%) seguita dalla classe 7-10 con 387 società (12,71%). La classe 20-25 dipendenti è invece quella meno numerosa (163 società pari al 5,35% del campione).

Figura 1.1 - Numerosità delle aziende per classe di addetti

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

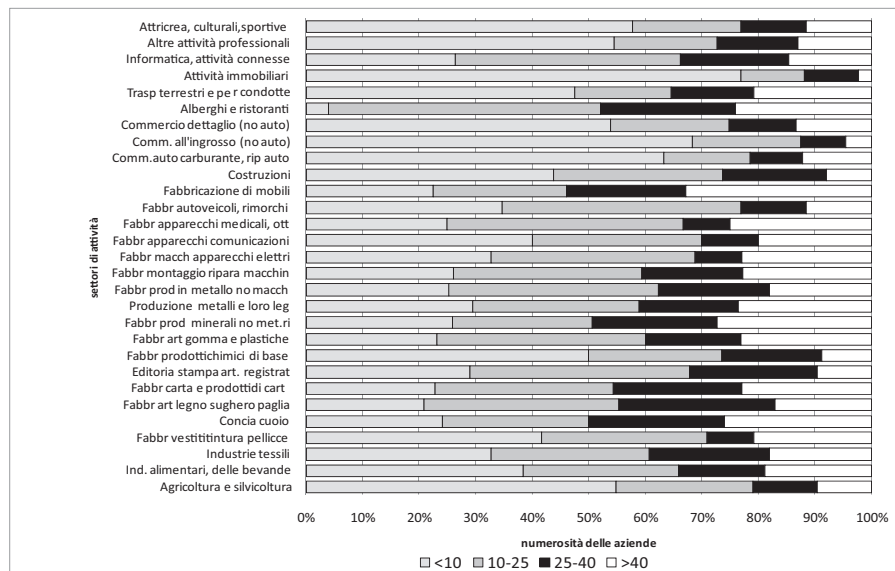
Dall'analisi più dettagliata della distribuzione di frequenza dei settori nelle differenti classi emerge che le microimprese con meno di tre dipendenti operano principalmente nel settore del commercio all'ingrosso (118 aziende su 269) e nel settore immobiliare (42 aziende su 269). Nella classe più numerosa la distribuzione è più omogenea: il commercio all'ingrosso è ancora il settore più numeroso, ma rappresenta solo il 13,19% della classe, seguito dal settore delle costruzioni e dal comparto della fabbricazione di prodotti in metallo, rappresentanti rispettivamente l'11,81% e l'11,42%. Le società più grandi in termini di dipendenti (con più di 40 addetti) operano principalmente nel settore del mobile (circa il 20%) e della fabbricazione di macchinari (11,44%).

Spostiamo ora l'attenzione sulla distribuzione di frequenza dei singoli settori nelle differenti classi. Nella Figura 1.2 sono riportate le frequenze in termini percentuali delle classi di addetti, settore per settore. Per maggiore chiarezza sono state aggregate fra loro le classi e create le seguenti quattro: <10; 10-25; 25-40; >40. Una prima considerazione in merito è la presenza di 8 comparti (agricoltura, chimica, commercio al dettaglio di veicoli e non, commercio all'ingrosso, attività immobiliari, attività professionali e attività ricreative) caratterizzati, per almeno il 50%, da piccole imprese (meno di 10 addetti). In particolare, il settore maggiormente caratterizzato da un numero di dipendenti inferiore a 10 è quello delle attività immobiliari (circa il 77%). Questo dato è giustificato dal fatto che molte società immobiliari vengono costituite al fine strumentale della compravendita di immobili costruiti da imprese edili ad esse collegate e, pertanto, necessitano di una struttura organizzativa poco sviluppata. Il settore del mobile è caratterizzato invece da una lieve prevalenza d'impresе medio-grandi: il 33% delle società

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 21

ha più di 40 dipendenti. Il settore alberghiero e della ristorazione è invece caratterizzato da una concentrazione di società nella classe 10-25 addetti (il 48%) e nelle due superiori (24% ciascuna).

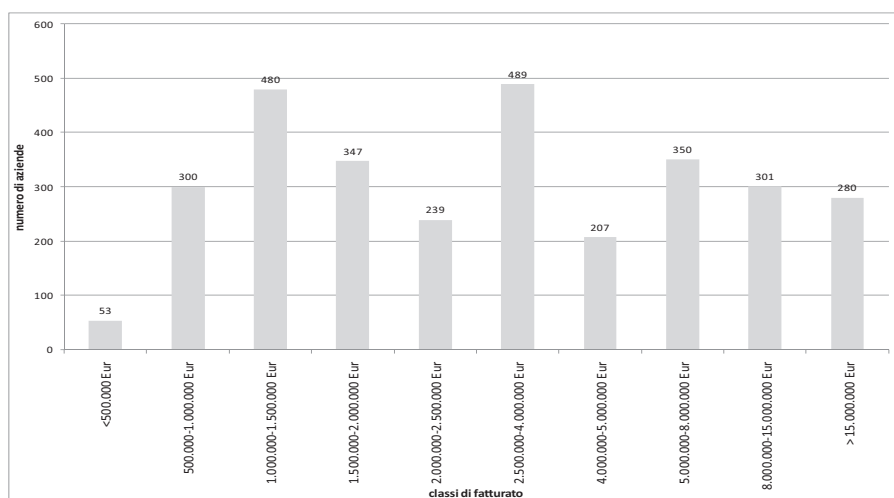
Figura 1.2 - Numerosità delle aziende per classi di addetti e per settore



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

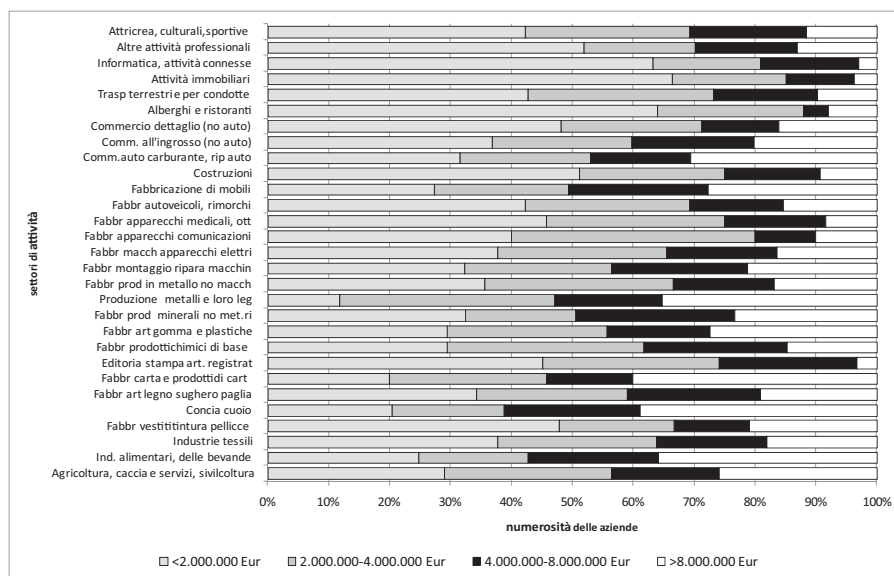
1.2. Ricavi delle vendite

Analizziamo ora la distribuzione delle aziende per classi di fatturato. La Figura 1.3 fotografa una realtà diversa rispetto a quanto visto nel paragrafo precedente: le aziende sono distribuite in tutte le classi, con una maggior concentrazione in 3 di esse: la classe 1-1,5 milioni di euro (pari al 15,76% del totale); la classe 2,5-4 milioni (con 489 aziende, pari al 16,05% del totale); e quella 5-8 milioni (11,49%). Il dato relativo alla classe <500.000 ci porta ad una riflessione sulla scelta di struttura societaria delle imprese trevigiane. La sua ridotta numerosità, pari a sole 53 aziende (ovvero all'1,74% del totale), indica che le imprese con fatturato al di sotto di 500.000 euro prediligono una struttura societaria diversa da quella di capitali. Invece, le società appartenenti alla classe con fatturati maggiori operano nei settori dell'attività immobiliare e delle costruzioni. Le società afferenti al comparto del commercio all'ingrosso hanno un peso preponderante nella quasi totalità delle classi. Le società del settore del mobile sono invece quelle con i livelli di fatturato più alti, dato che conferma quanto visto in precedenza in termini di numero di addetti.

Figura 1.3 - Numerosità delle aziende per classi di fatturato

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Mettendo insieme i dati relativi al fatturato e al settore merceologico di appartenenza, scopriamo che in cinque comparti almeno il 50% delle imprese fattura meno di 2 milioni di euro all'anno (si veda la Figura 1.4). Per alcuni settori, quali quello delle attività ricreative o il settore delle professioni, il dato è giustificabile dalle caratteristiche del comparto, per altri il dato è più sorprendente. La presenza in questa classe dei settori delle costruzioni e delle attività immobiliari pone in evidenza le difficoltà che i settori stanno attraversando in questi ultimi due anni caratterizzati dalla crisi economica. Inoltre, incrociando questo dato (il fatturato) con quello del numero di dipendenti, emerge che il comparto alberghiero e della ristorazione, occupando mediamente 36 addetti per azienda, presenta un valore dei ricavi di vendita per addetto molto basso (77.000 euro contro la media provinciale di 265.000 euro). Per quanto riguarda i comparti con una maggiore presenza (più del 30%) di medio-grandi aziende (al di sopra di 8 milioni di euro) in termini di ricavi di vendita troviamo i seguenti settori: carta (40%), cuoio (38,89%), alimentari e bevande (35,90%). Le società operanti nel settore del mobile, che presentano i livelli di occupazione fra i più elevati (51), sono distribuite uniformemente nelle quattro classi di fatturato. Di conseguenza c'è una minore efficienza produttiva: ogni dipendente contribuisce a fatturare mediamente 193.000 euro l'anno.

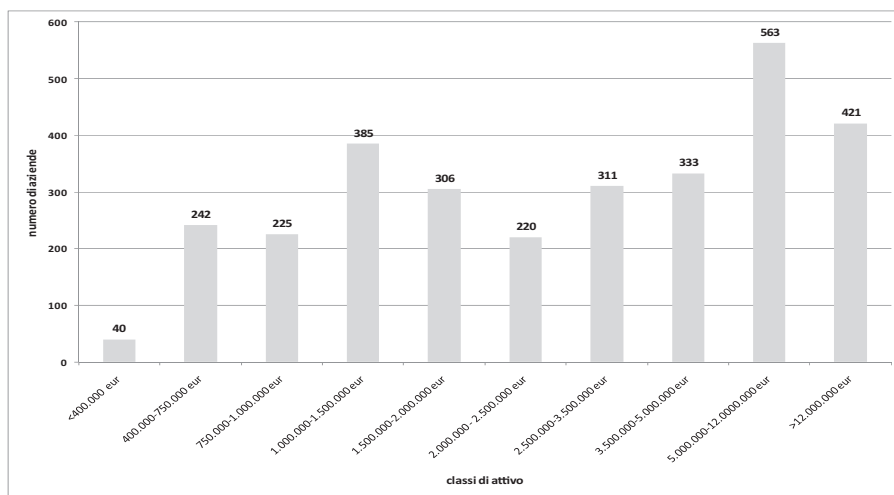
Figura 1.4 - Numerosità delle aziende per classi di ricavi di vendita e per settore

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

1.3. Totale dell'attivo

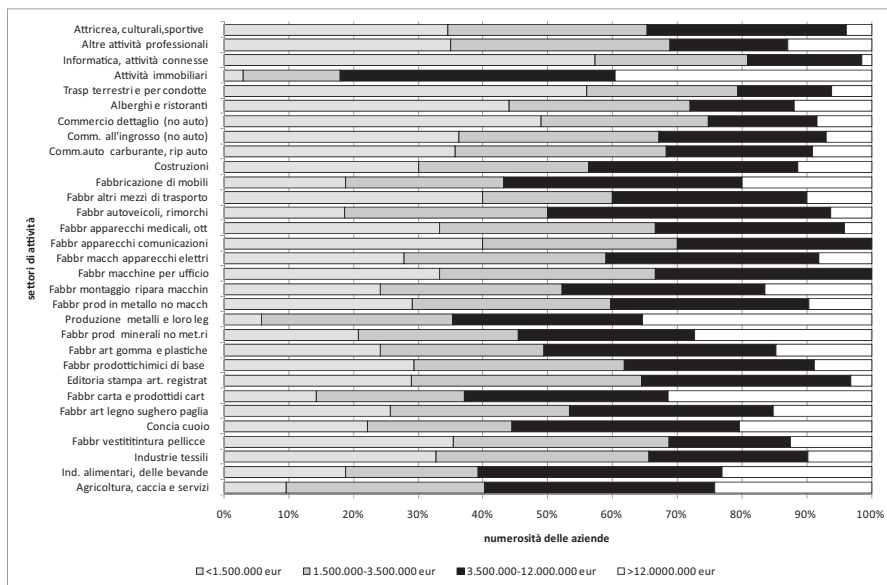
Da ultimo osserviamo la dimensione degli attivi di bilancio del campione analizzato. Le imprese della Marca Trevigiana sono ben patrimonializzate: un terzo del campione ha un patrimonio superiore a 5 milioni di euro (si veda la Figura 1.5). I comparti con gli attivi più elevati sono rispettivamente: attività immobiliari, fabbricazione della carta e fabbricazione di prodotti metallici. Il dato più sorprendente, considerando anche i risultati presentati in precedenza, è rappresentato dal settore immobiliare (Figura 1.6). La spiegazione deve essere ricercata nella peculiarità dei beni trattati, gli immobili, e nel periodo di analisi. Il boom edilizio è stato seguito da un biennio (il 2008-2009) in cui le vendite d'immobili sono diminuite a causa della crisi; le società immobiliari si ritrovano iscritti in bilancio gli immobili acquisiti negli anni di espansione e rimasti poi invenduti. La crisi economica ha fatto sì che da un lato il valore degli attivi sia elevato e dall'altro che i ricavi siano molto bassi.

Figura 1.5 - Numerosità delle aziende per classi di attivo



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Figura 1.6 - Numerosità delle aziende per classi di attività e per settore



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 25

Infine, i settori con un valore degli attivi al di sotto di 1,5 milioni di euro sono il settore dell'informatica, dei trasporti e del commercio al dettaglio.

I risultati presentati in queste pagine mostrano una realtà imprenditoriale molto variegata. Non è possibile, infatti, trovare una chiave di lettura univoca delle variabili presentate: piccole aziende in termini di dipendenti, diventano medie-grandi aziende una volta analizzati i ricavi o gli attivi di stato patrimoniale e viceversa. Questo implica livelli di efficienza e di produttività diversi da settore a settore e differenti capacità di risposta alle sfide che ogni giorno si presentano. Nelle pagine che seguono verranno analizzate più in profondità le caratteristiche dell'economia trevigiana dal punto di vista finanziario e della gestione dei rischi.

2. Lettura e analisi finanziaria dei bilanci aziendali

L'obiettivo principale di chi si occupa di finanza aziendale è quello di identificare con precisione tutti i meccanismi economici attraverso i quali è avvenuto il processo di raccolta ed impiego delle risorse finanziarie in azienda, con l'obiettivo di verificare, nel medio-lungo termine, l'avvenuta o mancata realizzazione dell'equilibrio tra le entrate e le uscite di cassa.

Nel condurre quest'analisi, si è soliti affidarsi al criterio basato sul grado di liquidità/esigibilità delle poste di bilancio. Questo criterio, tuttavia, non consente di avere una chiara visione del processo attraverso il quale l'equilibrio summenzionato si realizza. Infatti, la discriminante dei 12-18 mesi concentra l'attenzione sul grado di liquidità dell'investimento in azienda anziché sulla performance complessivamente ottenibile e non evidenzia il meccanismo di assorbimento e/o creazione di liquidità.

Diventa quindi preferibile l'adozione di uno schema diverso – noto come schema a **pertinenza gestionale** – il cui obiettivo prioritario consiste nel ricondurre le poste di bilancio a ceppi decisionali omogenei (le aree di pertinenza, appunto) tipici della gestione aziendale. Diversamente dallo schema civilistico, quindi, il focus dell'analisi si concentra sul grado di permanenza di una singola posta di bilancio all'interno della struttura aziendale e sul contributo da questa prodotto alla performance aziendale, intesa come rapporto fra redditività prodotta e rischio che ad essa si associa.

Le aree di pertinenza gestionale solitamente identificate sono sei:

1. la gestione **corrente**, che incorpora tutte le decisioni relative al ciclo acquisto-trasformazione-vendita, decisioni vincolate dal mix patrimoniale già esistente in azienda;
2. la gestione degli **investimenti**, con cui si modifica il mix patrimoniale attraverso la manovra del capitale investito a lungo termine in azienda. Sommando a questa la gestione corrente otteniamo l'area di gestione *operativa*;
3. la gestione **accessoria** dove avvengono impieghi di risorse non afferenti alla gestione operativa e quindi debordanti il *business* caratteristico dell'azienda. Le risorse che afferiscono a questa gestione sono comunemente definite *surplus assets*, ad indicare che l'azienda dovrebbe essere economicamente e finanziariamente solida anche in assenza di questo tipo di attività;
4. la gestione **finanziaria**, riguardante le scelte relative all'approvvigionamento della liquidità da impiegare in capitale di debito oppure in tesoreria (equilibrio entrate-uscite);
5. la gestione **tributaria**, riconducibile a tutte le scelte relative ai rapporti con lo *stakeholder* Stato e alle relative remunerazioni da questo richieste, rappresentate dalle imposte;
6. la gestione dell'**equity**, entro cui avvengono scelte relative all'approvvigionamento della liquidità da impiegare in capitale di rischio oppure a copertura di eventi non attesi.

Per capire come la liquidità venga prodotta o assorbita a livello di singola gestione è necessario: 1) riclassificare opportunamente i documenti contabili (stato patrimoniale

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 27

e conto economico); 2) procedere con la determinazione dei flussi di cassa prodotti a livello di singola gestione e con la relativa redazione del rendiconto finanziario; 3) analizzare i risultati e verificare se l'impresa (l'economia nel nostro caso) sia in equilibrio finanziario.

Nelle prossime pagine cercheremo di approfondire le tre fasi, ripercorrendo i risultati dell'economia trevigiana nel periodo 2004-2009. Vedremo come l'impostazione per aree gestionali permetta di avere una percezione chiara di come le aziende del territorio abbiano tentato di fronteggiare la crisi e quali vincoli abbiano dovuto rispettare.

2.1. La lettura e riclassificazione del bilancio secondo pertinenza gestionale

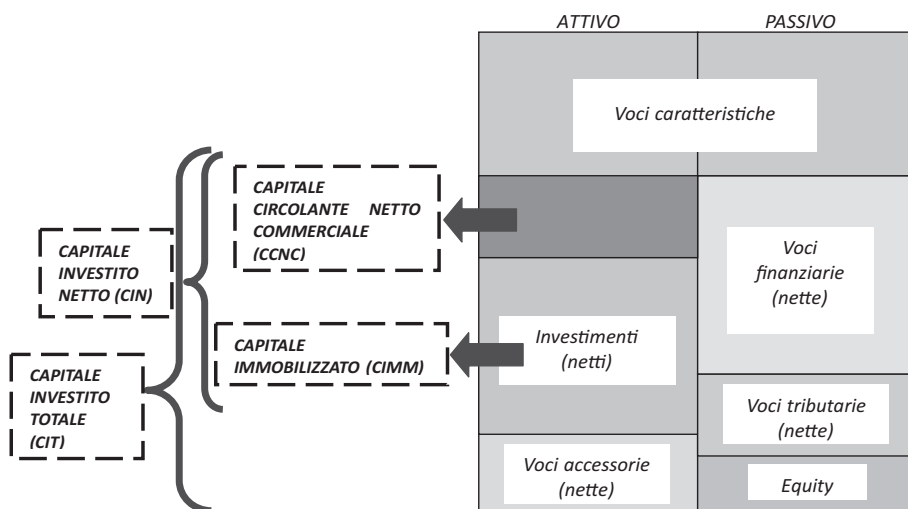
L'identificazione delle aree di pertinenza gestionale presuppone che si riclassifichino, nell'ordine:

- lo stato patrimoniale secondo il criterio funzionale
- il conto economico secondo lo schema "a valore aggiunto e MOL".

La scelta di questi due schemi di riclassificazione è strumentale al nostro obiettivo: entrambi gli schemi, infatti, enucleano le voci di bilancio esattamente nelle sei aree di interesse e facilitano la redazione del rendiconto finanziario, il documento che ricostruisce la dinamica degli effettivi *cash flow* aziendali prodotti.

Partiamo con la riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale. In modo molto semplificato, lo schema che dovremmo ottenere, dopo aver riorganizzato le voci di bilancio, è rappresentato dalla Figura 2.1, di seguito proposta:

Figura 2.1 - Le aree di pertinenza gestionale nello stato patrimoniale riclassificato



Tra le voci caratteristiche compariranno tutte le attività correnti (che possiamo considerare principalmente costituite da crediti verso clienti e magazzino) e le passività correnti (che, per il medesimo ragionamento, possiamo indicare come i debiti verso fornitori)⁴. La differenza tra i due comparti determina il CAPITALE CIRCOLANTE NETTO COMMERCIALE (CCNC), ovvero il capitale di giro impiegato per sostenere l'attività *core* dell'azienda. Nel paragrafo successivo spiegheremo in che modo questo capitale impatta sulla dinamica finanziaria. Per ora basti notare che la "localizzazione grafica" (si veda la Figura 2.1) del CCNC non è unica: può esserci anche un CCNC "negativo" nel caso in cui i debiti correnti superino le attività correnti.

Tra gli investimenti netti figurano tutte le immobilizzazioni (materiali e immateriali), nette del relativo fondo ammortamento, che contribuiscono all'attività caratteristica dell'azienda. Nel caso in cui, infatti, ve ne fossero di carattere accessorio, esse rientrerebbero tra le voci afferenti alla gestione accessoria. Dal lato dei passivi possiamo individuare la posizione finanziaria netta, data dalla differenza tra le attività finanziarie (ad es. i conti correnti attivi) e le passività finanziarie (debiti finanziari a breve e a lungo termine); la posizione tributaria netta (differenza tra le attività tributarie e le passività) e l'equity, ovvero le voci relative al patrimonio netto dell'azienda.

Per quanto riguarda il conto economico, la riclassificazione a Valore Aggiunto e MOL⁵ da evidenza delle sei aree di gestione nel modo presentato in Figura 2.2:

Figura 2.2 - Le aree di pertinenza gestionale nel conto economico riclassificato a Valore Aggiunto e MOL

Gestione Caratteristica	Ricavi di vendita +/- Variazione delle rimanenze - Costi di acquisto - Costi di produzione - Costi generali e amministrativi +/- Altri ricavi/costi tipici = VALORE AGGIUNTO - Costi del personale - Accantonamenti a fondi rischi = MARGINE OPERATIVO LORDO
Gestione Investimenti	- Ammortamenti - Canoni Leasing = REDDITO OPERATIVO LORDO
Gestione Accessoria	+ Proventi accessori - Oneri accessori
Gestione Finanziaria	+ Proventi finanziari - Oneri finanziari = REDDITO LORDO
Gestione Tributaria	- Imposte
Gestione Equity	= REDDITO NETTO

⁴ Tra le attività correnti si noti come: i crediti debbano essere considerati al netto del fondo svalutazione crediti; gli "altri crediti" debbano essere computati all'interno di questo raggruppamento a patto che siano legati allo svolgimento del ciclo corrente; altre voci dell'attivo (ad esempio crediti tributari, ratei e risconti attivi) afferenti a più aree di gestione, debbano essere inserite in questa gestione per la parte di competenza. Tra le passività correnti rientrano: il fondo TFR e gli "altri debiti" se legati allo svolgimento del ciclo produttivo.

⁵ Anche questo schema è "semplificato". La parte relativa alla gestione caratteristica, in particolare, potrebbe essere maggiormente articolata e dare evidenza del VALORE DELLA PRODUZIONE, dei COSTI DELLA PRODUZIONE e del MARGINE DI CONTRIBUZIONE (valore della produzione - costi della produzione).

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 29

La Tabella 2.1, Tabella 2.2 e Tabella 2.3 presentano i dati relativi allo stato patrimoniale e al conto economico riclassificati dell'economia trevigiana dal 2004 al 2009 ed i relativi scostamenti annuali. La nota metodologica proposta di seguito dà evidenza delle principali semplificazioni adottate nel redigere i documenti riclassificati, semplificazioni dovute alla tipologia di bilanci presentati dalle aziende trevigiane e disponibili sul database AIDA-Bureau Van Dijk. La lettura della nota evita qualsiasi fraintendimento sulla modalità di riclassificazione adottata e fornisce delle utili linee guida per chi dovesse cimentarsi in un'analisi simile a questa e non disponesse di tutti i dati in modo puntuale.

NOTA METODOLOGICA

La scelta di creare un unico bilancio aggregato, dato dalla "somma" dei bilanci delle singole società appartenenti al campione selezionato per quest'analisi (si veda capitolo 1), crea alcuni problemi legati alla presenza di bilanci redatti in forma abbreviata. Il legislatore italiano all'art. 2435-bis del codice civile permette alle società che rispettano determinati requisiti di fatturato, di attivo di stato patrimoniale e di numero di dipendenti⁶ di redigere il bilancio omettendo alcune voci di dettaglio ed indicando solo le poste principali². Lo stato patrimoniale è il documento maggiormente influenzato da questa norma, che prevede, ad esempio, la non obbligatorietà di riportare poste importanti ai fini di questa analisi, quali: crediti verso clienti, crediti tributari, debiti verso banche, debiti verso fornitori. Le poste di patrimonio netto sono, invece, integralmente indicate. Nel caso in cui si analizzi il bilancio abbreviato di una singola società, la carenza di informazioni è superata dalla presenza della nota integrativa. Nel nostro caso si è scelto di introdurre delle semplificazioni e delle supposizioni al fine di riuscire a riclassificare il bilancio, non essendo ovviamente possibile recuperare tutte le informazioni mancanti.

Prima di entrare nel dettaglio della costruzione del bilancio, è utile fornire alcuni dati per meglio comprendere la portata e gli effetti sulla nostra analisi dell'articolo 2435-bis. Partendo dal dato relativo all'intero campione, solo 835 società (pari al 27% del totale) redigono il bilancio dettagliato mentre, fra i settori, il dato varia a seconda delle caratteristiche dimensionali delle imprese. Essendo la discriminante per la redazione del bilancio aggregato data da criteri dimensionali (fatturato, attivi, numero di dipendenti), nei comparti dove è presente un maggior numero di piccole imprese (come ad esempio il settore alberghiero e della ristorazione), le società che redigono il bilancio dettagliato sono solo l'11% del totale, mentre nei settori caratterizzati da imprese con dimensioni maggiori la copertura arriva fino al 44% (industrie alimentari e delle bevande).

Il primo passo nell'analisi finanziaria e dei rischi è la riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale. La prima semplificazione che si è adottata in questo studio riguarda il calcolo delle attività correnti. Il livello di dettaglio permette di distinguere solo fra crediti entro l'esercizio e crediti oltre l'esercizio. Per poter avere un'approssimazione del valore dei crediti di natura corrente, si è scelto di far rientrare in questa voce l'intero ammontare di quelli

esigibili entro l'esercizio. Questa scelta non comporta significative distorsioni dei risultati delle analisi perché:

- la dilazione di pagamento concessa ai clienti è di norma inferiore ad un anno. E' ipotizzabile, quindi, che i crediti verso clienti siano contenuti quasi interamente in questa voce;
- i crediti verso società controllate, collegate e controllanti, se di natura commerciale sono iscritti fra il totale crediti. Se fossero di natura finanziaria verrebbero iscritti alla voce B-III dello stato patrimoniale;
- i crediti tributari si riferiscono principalmente a crediti IVA e quindi sono di natura corrente.

La parte residuale, per la quale non è possibile fare una distinzione, afferisce a gestioni differenti ed è rappresentata da:

- i crediti per imposte, che andrebbero riclassificati nella gestione tributaria; la loro inclusione fra i crediti correnti comporta una distorsione trascurabile in quanto il loro peso sul totale dei crediti è esiguo (circa l'1%);
- i crediti verso altri: raccolgono differenti tipologie di crediti che possono essere distinte solo dopo un'attenta lettura della nota integrativa. Dato che il loro peso è pari al 5% del totale crediti possono essere inseriti fra i crediti correnti introducendo solo una piccola distorsione.

Lo stesso problema si pone per la quantificazione delle passività correnti. Il compito è, però, più arduo poiché nei bilanci abbreviati è obbligatorio indicare solo il totale debiti e la distinzione di questi fra poste esigibili entro un anno e oltre un anno. A differenza della voce crediti nell'attivo, la voce debiti contiene tutti i debiti contratti dall'impresa, includendo voci di natura finanziaria (debiti verso banche, debiti verso altri finanziatori, obbligazioni), voci di natura corrente (debiti verso fornitori, debiti verso l'Erario di natura corrente) e voci di natura tributaria (debiti tributari per le imposte societarie IRAP e IRES). Data la varietà delle voci ed il loro peso sul totale debiti non è stato possibile utilizzare la voce totale debiti entro l'esercizio poiché include, fra le altre, voci di importo rilevante quali i debiti verso banche a breve termine. Sono state fatte allora le seguenti assunzioni:

1. le passività correnti sono la somma di debiti verso fornitori, fondo TFR e ratei e risconti passivi. E' stata quindi esclusa la parte dei debiti verso dipendenti e dei debiti tributari di natura corrente;
2. i debiti verso fornitori, non potendo disporre del dato puntuale, sono stati stimati partendo dai bilanci dettagliati delle imprese facenti parte del campione e calcolandone l'incidenza rispetto al totale debiti. Si ipotizza quindi che tutte le imprese abbiano lo stesso tasso di incidenza. Da analisi precedenti condotte su campioni differenti è emersa una costanza nel rapporto fornitori/totale debiti. Si può dunque affermare che la distorsione introdotta sia minima e quindi tollerabile.

Sulla base di quanto sopra esposto, preferiamo riferirci a tali passività con l'espressione *passività presunte*. Analogamente non è possibile distinguere fra passività finanziarie e tributarie. In questo caso si è scelto di trattarle come un'unica voce pari alla differenza fra capitale investito totale e i mezzi propri

(n.b. il capitale investito totale è già al netto delle passività presunte) introdotta (la voce svalutazione crediti pesa per circa l'11% sul totale ammortamenti e svalutazione) è decisamente inferiore rispetto all'utilizzare un dato corretto sotto il profilo formale, ma ampiamente sottostimato.

La riclassificazione del conto economico pone minori difficoltà poiché maggiormente dettagliato. Si è adottata un'unica semplificazione relativa agli ammortamenti: non dovendo esplicitare il valore degli ammortamenti materiali e immateriali ne consegue che l'importo riportato in conto economico è sottostimato. Si è scelto quindi di utilizzare la voce "totale ammortamenti e svalutazioni" che include anche la voce svalutazione crediti. La distorsione riportata in conto economico è sottostimato. Si è scelto quindi di utilizzare la voce "totale ammortamenti e svalutazioni" che include anche la voce svalutazione crediti. La distorsione introdotta (la voce svalutazione crediti pesa per circa l'11% sul totale ammortamenti e svalutazione) è decisamente inferiore rispetto all'utilizzare un dato corretto sotto il profilo formale, ma ampiamente sottostimato.

¹ Disciplinate dall'art. 2435-bis del codice civile, a sua volta modificato dal Decreto Legislativo 3 novembre 2008, n. 173 secondo il quale: "Le società 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".

² L'art. 2435-bis del codice civile prosegue al comma 2 "Nel bilancio in forma abbreviata lo stato patrimoniale comprende solo le voci contrassegnate con lettere maiuscole e numeri romani, (...) nelle voci CII dell'attivo e D del passivo devono essere separatamente indicati i crediti e i debiti esigibili oltre l'esercizio successivo".

Tabella 2.1 - Evoluzione dello stato patrimoniale riclassificato dell'economia trevigiana nel periodo 2004-2009

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
CCLC	17.307.018	18.480.733	17.773.007	16.238.590	14.844.622	13.731.567
variazione annua	-6,35%	3,98%	9,45%	9,39%	8,11%	
indice di copertura fornitori	34,81%	36,08%	37,88%	38,37%	37,10%	36,52%
Passività Correnti presunte	7.541.363	8.237.112	8.281.600	7.808.044	7.068.757	6.573.194
variazione annua	-8,45%	-0,54%	6,06%	10,46%	7,54%	
CCNC	9.765.655	10.243.621	9.491.407	8.430.546	7.775.865	7.158.373
variazione annua	-4,67%	7,93%	12,58%	8,42%	8,63%	
CIMM	11.585.391	11.612.788	9.549.997	8.674.396	8.269.005	8.140.125
variazione annua	-0,24%	21,60%	10,09%	4,90%	1,58%	
CIN	21.351.046	21.856.409	19.041.404	17.104.942	16.044.870	15.298.498
variazione annua	-2,31%	14,78%	11,32%	6,61%	4,88%	
Liquidità (LIQG)	1.868.189	1.663.978	1.790.607	1.698.594	1.679.811	1.553.753
variazione annua	12,27%	-7,07%	5,42%	1,12%	8,11%	
Attività Accessorie (CIAA)	699.000	751.138	705.274	745.662	803.563	647.084
variazione annua	-6,94%	6,50%	-5,42%	-7,21%	24,18%	
CIT	23.918.235	24.271.525	21.537.285	19.549.198	18.528.244	17.499.335
variazione annua	-1,46%	12,70%	10,17%	5,51%	5,88%	
Mezzi Propri	11.073.548	10.894.777	9.181.254	8.264.285	7.767.009	7.262.973
variazione annua	1,64%	18,66%	11,10%	6,40%	6,94%	
PF-TL	12.844.687	13.376.748	12.356.031	11.284.913	10.761.235	10.236.362
variazione annua	-3,98%	8,26%	9,49%	4,87%	5,13%	
PF-TN	10.976.498	11.712.770	10.565.424	9.586.319	9.081.424	8.682.609
variazione annua	-6,29%	10,86%	10,21%	5,56%	4,59%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Lo schema presentato in Tabella 2.1 necessita di qualche spiegazione, per favorirne la lettura e interpretazione. E' evidente come il passivo di stato patrimoniale (Mezzi Propri, PF-TL, PF-TN) non sia dettagliato nel modo evidenziato in precedenza. La presenza di aziende che redigono il bilancio in forma abbreviata rende impossibile l'evidenziazione separata delle voci relative alla gestione tributaria. Come spiegato nella nota metodologica, le voci tributarie sono state fatte rientrare tutte nella gestione caratteristica. Questo è impreciso: le voci tributarie di matrice caratteristica sono solo quelle relative all'IVA e ai carichi INPS. Le voci relative alle imposte dirette (IRE, IRES, IRAP), invece, dovrebbero costituire la posizione tributaria netta. In questo studio si è dovuto procedere, per la natura dei dati, in modo meno rigoroso. Pertanto al passivo si dà evidenza dei mezzi propri (equity), della posizione finanziaria lorda (PF-TL), data dalla differenza tra il capitale investito totale (CIT) e i mezzi propri, e della posizione finanziaria netta (PF-TN), data dalla differenza tra il CIT, i mezzi propri e la liquidità attiva (LIQG).

L'interpretazione della Tabella 2.1 sarà oggetto di approfondimento nei prossimi paragrafi. Per ora si osservino alcuni dati di spicco: il CCNC si contrae del 4,67% tra il 2008 e il 2009, segno che le aziende hanno risposto al taglio dei crediti operato dal sistema bancario durante la crisi (si veda la riduzione della PF-TN dell'6,29%) attraverso la riduzione del circolante. Questo tentativo di recuperare liquidità si nota anche nella riduzione del capitale immobilizzato (-0,24%) e delle attività accessorie (-6,94%).

Di seguito (si vedano: Tabella 2.2 e Tabella 2.3) si propongono i dati reddituali di

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 33

conto economico ed i relativi scostamenti annuali dell'area trevigiana. Si notino, anche qui, alcuni dati emblematici relativi al 2009: un crollo del fatturato maggiore dell'abbattimento dei costi di produzione; un crollo di tutti i dati reddituali (MOL, RO, risultato di competenza) e di conseguenza dell'utile di esercizio (-61%).

Tabella 2.2 - Evoluzione del conto economico riclassificato dell'economia trevigiana nel periodo 2004 – 2009

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	30.425.302	35.065.583	33.957.790	30.759.537	28.099.841	27.266.289
Ricavi vendite e prestazioni	30.011.021	34.086.038	32.865.127	29.989.366	27.089.086	26.412.471
Totale variazioni delle rimanze	-244.146	198.659	506.379	266.351	391.953	323.693
Incrementi di immobilizzazioni	70.907	68.256	59.288	56.006	41.516	31.888
Altri ricavi	587.520	712.630	526.996	447.814	577.286	498.237
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	36.496.774	41.120.671	39.665.188	36.065.550	33.232.340	32.552.502
Materie prime e consumo	15.664.277	19.359.837	19.311.952	17.519.914	15.351.331	14.860.853
Servizi	6.573.874	7.203.644	6.779.109	5.967.756	5.892.842	5.632.851
Variazione materie	325.353	-14.596	-194.771	-172.536	-123.760	-131.774
Accantonamenti per rischi	31.880	17.083	39.112	24.195	38.271	30.285
Altri accantonamenti	53.506	71.822	11.017	31.631	35.588	68.062
Oneri diversi di gestione	525.106	414.177	308.717	459.908	409.236	251.600
Margine di Contribuzione	7.251.306	8.013.616	7.702.654	6.928.669	6.496.333	6.554.412
Godimento beni di terzi	847.062	1.014.568	851.283	731.947	775.597	964.120
Valore aggiunto	6.404.244	6.999.048	6.851.371	6.196.722	5.720.736	5.590.292
Totale costi del personale	3.943.583	4.013.951	3.844.132	3.612.279	3.292.559	3.238.220
MOL	2.460.661	2.985.097	3.007.239	2.584.443	2.428.177	2.352.072
TOT Ammortamenti e svalutazioni	1.280.827	1.026.569	1.011.983	961.787	1.064.343	1.083.873
RO	1.179.834	1.958.528	1.995.256	1.622.656	1.363.834	1.268.199
+/- risultato gestione finanziaria	-335.353	-538.953	-454.728	-373.332	-339.499	-320.352
Risultato di competenza	844.481	1.419.575	1.540.528	1.249.324	1.024.335	947.847
+/- risultato gestione accessoria	32.251	55.206	74.138	35.718	21.560	84.576
risultato lordo	876.732	1.474.781	1.614.666	1.285.042	1.045.895	1.032.423
Totale Imposte sul reddito	537.547	605.805	727.265	649.697	517.904	506.385
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	339.185	868.976	887.401	635.345	527.991	526.038
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. di TERZI	-3.525	853	7.358	4.703	3.769	-6
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. del GRUPPO	342.710	848.131	878.950	657.627	523.732	536.015

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Tabella 2.3 - Evoluzione del conto economico riclassificato dell'economia trevigiana nel periodo 2004 – 2009

	2009 (valori assoluti) *	2009 (%)	2008 (%)	2007 (%)	2006 (%)	2005 (%)
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	-4.640.281	-13,23%	3,26%	10,40%	9,47%	3,06%
Ricavi vendite e prestazioni	-4.075.017	-11,96%	3,71%	9,59%	10,71%	2,56%
Totale variazioni delle rimanenze	-442.805	-222,90%	-60,77%	90,12%	-32,05%	21,09%
Incrementi di immobilizzazioni	2.651	3,88%	15,13%	5,86%	34,90%	30,19%
Altri ricavi	-125.110	-17,56%	35,22%	17,68%	-22,43%	15,87%
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	-4.623.897	-11,24%	3,67%	9,98%	8,53%	2,09%
Materie prime e consumo	-3.695.560	-19,09%	0,25%	10,23%	14,13%	3,30%
Servizi	-629.770	-8,74%	6,26%	13,60%	1,27%	4,62%
Variazione materie	339.949	-2329,06%	-92,51%	12,89%	39,41%	-6,08%
Accantonamenti per rischi	14.797	86,62%	-56,32%	61,65%	-36,78%	26,37%
Altri accantonamenti	-18.316	-25,50%	551,92%	-65,17%	-11,12%	-47,71%
Oneri diversi di gestione	110.929	26,78%	34,16%	-32,87%	12,38%	62,65%
Margine di Contribuzione	-762.310	-9,51%	4,04%	11,17%	6,66%	-0,89%
Godimento beni di terzi	-167.506	-16,51%	19,18%	16,30%	-5,63%	-19,55%
Valore aggiunto	-594.804	-8,50%	2,16%	10,56%	8,32%	2,33%
Totale costi del personale	-70.368	-1,75%	4,42%	6,42%	9,71%	1,68%
MOL	-524.436	-17,57%	-0,74%	16,36%	6,44%	3,24%
TOT Ammortamenti e svalutazioni	254.258	24,77%	1,44%	5,22%	-9,64%	-1,80%
RO	-778.694	-39,76%	-1,84%	22,96%	18,98%	7,54%
+/- risultato gestione finanziaria	203.600	-37,78%	18,52%	21,80%	9,97%	5,98%
Risultato di competenza	-575.094	-40,51%	-7,85%	23,31%	21,96%	8,07%
+/- risultato gestione accessoria	-22.955	-41,58%	-25,54%	107,56%	65,67%	-74,51%
risultato lordo	-598.049	-40,55%	-8,66%	25,65%	22,87%	1,30%
Totale Imposte sul reddito	-68.258	-11,27%	-16,70%	11,94%	25,45%	2,27%
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	-529.791	-60,97%	-2,08%	39,67%	20,33%	0,37%
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. di TERZI	-4.378	-513,25%	-88,41%	56,45%	24,78%	-62916,67%
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. del GRUPPO	-505.421	-59,59%	-3,51%	33,65%	25,57%	-2,29%

*Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

2.2. L'analisi degli impieghi

Cerchiamo ora di approfondire e leggere in modo più analitico la dinamica finanziaria dell'economia trevigiana. Partiamo dalle informazioni forniteci dallo stato patrimoniale che, come noto, rappresenta la fotografia del patrimonio posseduto da un'azienda (in questo caso dall'economia) in un dato istante. Suddividiamo la nostra analisi tra: analisi degli impieghi (relativa al circolante, al CIMM e alle attività accessorie) e analisi delle fonti (relativa alle scelte di struttura finanziaria operate: quanti mezzi di terzi/finanziamenti bancari?; quanti mezzi propri?).

Dal lato degli impieghi, partiamo considerando la **gestione corrente**: essa genera impieghi nel c.d. "capitale di giro" o capitale circolante netto commerciale (CCNC) perché nella sua conduzione si attuano scambi che non avvengono tutti per cassa, ma per i quali spesso si negoziano termini di pagamento (dilazioni d'incasso e pagamento) che producono un impatto specifico sulla dinamica finanziaria e sui fabbisogni di capitale. Il CCNC, come già anticipato, è composto essenzialmente da tre voci fondamentali: i crediti verso clienti e tutti gli altri impieghi di natura corrente, le scorte ed i debiti correnti.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 35

La determinante principale dei crediti correnti è data dalla durata media delle dilazioni commerciali concesse alla clientela. Nel caso invece delle rimanenze il loro livello deriva direttamente dalla loro funzione di *trait-d'union* fra il processo di produzione e quello di vendita. Al crescere dei tempi tecnici con cui avviene il processo di produzione oppure di quelli legati agli approvvigionamenti, si accresce anche la dimensione del CCLC e, con esso, il relativo fabbisogno finanziario. E', infatti, evidente che crediti elevati e magazzino "drenano" la cassa liquida dell'azienda: nel caso dei crediti posticipando il momento dell'incasso, nel caso del magazzino impegnando risorse finanziarie per l'acquisto delle materie prime.

Specularmente, il processo di approvvigionamento insito nella gestione corrente crea debiti di fornitura e altri debiti correnti che concorrono alla copertura dei fabbisogni correnti in funzione sia delle dilazioni di pagamento spuntate ai fornitori sia dal margine medio aziendale. In questo caso i debiti verso fornitori, idealmente, aumentano la cassa disponibile dell'azienda perché posticipano nel tempo un pagamento che dovrebbe essere immediato (o contemporaneo all'iscrizione dei costi di acquisto di conto economico). Per capire il contributo delle attività e delle passività alla formazione del circolante distinguiamo nelle tabelle seguenti l'ammontare di CCLC e di CCNC delle aziende analizzate.

Tabella 2.4 - Il CCNC delle imprese della Marca

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
CCLC	17.307.018	18.480.733	17.773.007	16.238.590	14.844.622	13.731.567
variazione annua	-6,35%	3,98%	9,45%	9,39%	8,11%	
indice di copertura fornitori	34,81%	36,08%	37,88%	38,37%	37,10%	36,52%
Passività Correnti presunte	7.541.363	8.237.112	8.281.600	7.808.044	7.068.757	6.573.194
variazione annua	-8,45%	-0,54%	6,06%	10,46%	7,54%	
CCNC	9.765.655	10.243.621	9.491.407	8.430.546	7.775.865	7.158.373
variazione annua	-4,67%	7,93%	12,58%	8,42%	8,63%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

La Tabella 2.4 illustra il livello del capitale di giro delle imprese della Marca nel periodo 2004-2009. Si nota una progressiva crescita del CCNC dal 2004 fino al 2008, con tassi di crescita che vanno però via via riducendosi (si va da un +8,63% nel 2005 a un +7,93% nel 2008) fino a segnare un calo del 4,67% nel 2009, sintomo del fatto che le imprese hanno subito un calo delle vendite e una contrazione della produzione dovuto alla crisi economica.

Questo calo del capitale di giro è spiegato da: un calo delle attività correnti (magazzino e crediti verso clienti) del 6,35% tra il 2008 e il 2009, a discapito di un tasso di crescita medio dell'8,5% tra il 2005 e il 2007 e da un calo delle passività correnti presunte: -8,45% tra il 2008 e il 2009, segno che le aziende hanno acquistato meno e cercato di sfruttare le rimanenze di magazzino.

La gestione degli **investimenti** è rilevante per l'analisi finanziaria per le sue implicazioni di breve e lungo termine: a breve, perché assorbe risorse finanziarie finalizzate all'acquisizione di nuova tecnologia e nuovi beni strumentali; a lungo, perché queste

decisioni vincolano l'azienda a dover far fronte agli impegni presi nei confronti dei finanziatori, limitando i margini di raccolta di nuovo capitale da destinare all'aumento della dotazione di capitale fisso.

Quando si analizza la gestione degli investimenti, bisognerebbe considerare tutte le componenti del patrimonio aziendale: sia l'investimento di capitale fisso (materiale ed immateriale), sia tutte le altre forme di "investimento" che caratterizzano l'azienda (ad esempio la gestione del personale, la gestione dei processi di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti, quella relativa ai rapporti con la clientela ed i fornitori, oppure quella relativa al collocamento dell'azienda in specifici territori, ecc.). Muovendo dai bilanci, però, normalmente non si fa riferimento al "patrimonio" in senso lato, bensì solamente alla sua evidenza contabile, più interessante per i finanziatori: il capitale. Da qui ne seguono specifiche cautele interpretative perché, come noto, tali investimenti sono contabilizzati al costo storico e seguono percorsi di ammortamenti frequentemente condizionati da convenzioni generali (spesso legate a criteri fiscali) anziché dall'effettiva obsolescenza attesa dei cespiti.

Occorre poi rammentare che la distinzione fra gestione degli investimenti e gestione corrente è una semplificazione utile per cercare di capire meglio, ma non completamente realistica: le due gestioni sono fortemente collegate fra loro nella gestione operativa. L'errore che troppo frequentemente si compie consiste nell'immaginare la gestione corrente come quella "di breve" (anziché sotto vincolo) e la gestione degli investimenti come quella "di lungo" (anziché quella vincolante). La realtà è ben diversa:

- ciò che si può fare nel breve dipende sostanzialmente dai vincoli che derivano dal passato: è quindi opportuno considerare il capitale di giro (CCNC) come una componente strutturale degli investimenti aziendali, proprio perché soggetta al vincolo degli investimenti pregressi. La somma del capitale di giro (CCNC) e del capitale immobilizzato (CIMM) definisce il capitale investito netto (CIN) ovvero l'ammontare di risorse finanziarie di cui l'impresa necessita per condurre le proprie attività caratteristiche;
- similmente, molti dei vincoli che si assumono per il futuro possono essere eccessivamente collegati alla situazione contingente. Ne derivano troppo spesso investimenti frutto di chiare crisi di miopia ("*navighiamo a vista*", secondo una espressione molto usata oggi) che creano vincoli così pesanti alle imprese da minarne la competitività.

Tabella 2.5 - Il capitale immobilizzato e il capitale investito netto delle imprese della Marca

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
CCNC	9.765.655	10.243.621	9.491.407	8.430.546	7.775.865	7.158.373
variazione annua	-4,67%	7,93%	12,58%	8,42%	8,63%	
CIMM	11.585.391	11.612.788	9.549.997	8.674.396	8.269.005	8.140.125
variazione annua	-0,24%	21,60%	10,09%	4,90%	1,58%	
CIN	21.351.046	21.856.409	19.041.404	17.104.942	16.044.870	15.298.498
variazione annua	-2,31%	14,78%	11,32%	6,61%	4,88%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 37

La Tabella 2.5 riporta gli impieghi di capitale immobilizzato e di capitale complessivo della gestione operativa delle imprese della Marca. Il primo dato che subito emerge è l'aumento impetuoso dello stock di capitale immobilizzato (CIMM) delle imprese dal 2005 al 2008 (passato da 8,14 miliardi di euro a 11,6 miliardi con un balzo di circa il 9% medio annuo) seguito, invece, da un brusco rallentamento/diminuzione nel 2009, in cui si registra una variazione del CIMM pari a -0,24%. Inoltre, è importante notare come il rapporto CCNC/CIMM sia sceso, a partire dal 2008, al di sotto di uno. Il trend ha cambiato direzione dopo sette anni⁶ durante i quali il rapporto CCNC/CIMM si attestava sempre su dati maggiori di uno. Il dato è, di per sé, positivo poiché evidenzia una gestione oculata del capitale impiegato a livello operativo. Molto spesso, infatti, le aziende prestano molta attenzione alla quantità di capitali da investire in immobilizzazioni (materiali o immateriali) ma non gestiscono allo stesso modo il capitale di giro che risulta spesso "sproporzionato" rispetto al CIMM. Un trend come quello in Tabella 2.5 evidenzia invece una razionalizzazione dell'impiego del capitale in azienda: il *ratio* va dal 94,04% nel 2005 all'84,29% nel 2009. Il dato (2009) si legge in questo modo: ogni 100 euro investiti in macchinari, attrezzature e investimenti fissi richiede una dotazione di circa 84 euro di investimento in capitale di giro, portando il fabbisogno complessivo a 184 euro.

Si tratta di un'informazione da tenere particolarmente in considerazione all'atto della formulazione di piani d'investimento; trascurare i fabbisogni incrociati fra CIMM e CCNC significherebbe richiedere poco più della metà del fabbisogno finanziario effettivo dell'azienda, esponendola a gravissime crisi di liquidità proprio al momento dell'avvio dei cicli produttivi dei nuovi impianti.

La variazione grezza del CIMM intercorsa nel quinquennio può essere meglio compresa se integrata con i dati di ammortamento e rivalutazioni intervenute nel corso del periodo. Infatti, sottraendo da questi due dati la variazione lorda del CIMM è possibile identificare un flusso netto di investimenti e disinvestimenti⁷ pari rispettivamente a 1,28 miliardi di euro nel 2009 contro gli 1,9 miliardi di euro circa nel 2008 e nel 2007. Il trend degli investimenti realizzati dalle imprese della Marca è quindi decrescente e, combinato con la riduzione del CCNC evidenziata poco sopra, dimostra in modo inequivocabile il forte rallentamento subito dall'economia della Marca nell'ultimo triennio, a partire dallo scoppio della crisi economica negli Stati Uniti. Ciò che aggrava particolarmente il dato finale di questo rapporto è che per la prima volta – come vedremo meglio in seguito – il flusso complessivo degli investimenti raggiunge il livello naturale necessario alla normale sostituzione degli impianti in essere: insomma, nel 2009 NON vi sono stati investimenti di sviluppo, dopo che nel 2008 e nel 2007 avevano rappresentato il 30% del monte investimenti.

⁶ Dati relativi a uno studio condotto sullo stesso campione e relativo agli anni 2000-2003. Si veda MANTOVANI G.M. *Valore dell'impresa e delle capacità imprenditoriali*, Atti convegno "Le performance economiche delle imprese trevigiane attraverso l'analisi aggregata dei bilanci", TREVISO, Camera di Commercio Industria Artigianato Treviso, pp. 27-38, Convegno: Le performance economiche delle imprese trevigiane attraverso l'analisi aggregata dei bilanci, Treviso, 15 novembre 2004 (*Atti di Congresso*).

⁷ Questi ultimi espressi solo a valore di libro non essendo disponibili dettagli sulle plus/minusvalenze derivanti dalla loro cessione.

Se il CIN rappresenta il capitale impiegato nella gestione operativa (CCNC+CIMM), esso non esaurisce l'universo del capitale impiegato in azienda. Ad esso occorre sommare sia il capitale impiegato in attività accessorie (CIAA) sia la liquidità giacente (LIQG) per determinare il capitale investito totale (CIT).

Le due forme di impiego meritano alcune puntualizzazioni:

- CIAA. Si tratta di una forma di impiego solitamente poco gradita agli investitori perché si presume che non vi sia, da parte di questo capitale, un contributo diretto alla produzione di nuova ricchezza. Solitamente si distingue fra *surplus asset*, quando il legame è totalmente assente, e *opportunity asset*, quando il legame è flebile, comunque legato alla capacità di cogliere ulteriori opportunità da parte dell'azienda. Il rischio insito in queste voci è che parte dei capitali giunti all'azienda siano stati impiegati in attività non strettamente necessarie, generando un sovrainpegno di capitale, per questo motivo sono spesso considerati impieghi diretti dei soli mezzi propri aziendali.
- LIQG. Può avere una doppia funzione: essere una risorsa facilmente mobilitabile all'insorgere di un'opportunità improvvisa oppure un impiego inefficiente, perché più idoneo alla restituzione di debiti. In alcuni casi è il frutto di cicli di tesoreria favorevoli all'azienda. Per questi motivi è frequente la sua riclassificazione sottraendola ai debiti finanziari.

Tabella 2.6 - Liquidità, attività accessorie e capitale investito totale delle imprese trevigiane

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
CIN	21.351.046	21.856.409	19.041.404	17.104.942	16.044.870	15.298.498
variazione annua	-2,31%	14,78%	11,32%	6,61%	4,88%	
Liquidità (LIQG)	1.868.189	1.663.978	1.790.607	1.698.594	1.679.811	1.553.753
variazione annua	12,27%	-7,07%	5,42%	1,12%	8,11%	
Attività Accessorie (CIAA)	699.000	751.138	705.274	745.662	803.563	647.084
variazione annua	-6,94%	6,50%	-5,42%	-7,21%	24,18%	
CIT	23.918.235	24.271.525	21.537.285	19.549.198	18.528.244	17.499.335
variazione annua	-1,46%	12,70%	10,17%	5,51%	5,88%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Il ritmo di crescita del Capitale Investito Totale (CIT) delle imprese trevigiane non è costante nel periodo, ma sempre positivo (con una media dell'8,5%) fino al 2008. Nel 2009 invece decresce dell'1,46%: da 24,2 miliardi di euro a 23,9 miliardi. Il calo si giustifica principalmente con la brusca contrazione del CIN.

La liquidità, invece, segue una dinamica molto altalenante, ma in crescita in tutto il periodo, fino a registrare un calo del 7% nel 2008 legato, probabilmente, all'aumento degli investimenti in CCNC registrati in quell'anno. Di converso, nel 2009 si registra un dato opposto, ovvero un aumento delle attività liquide del 12,27% conseguente alla brusca contrazione del circolante. Nonostante questo trend, comunque, l'incidenza della liquidità sul totale dei debiti finanziari rimane pressoché stabile e pari a circa il 17%. Queste considerazioni fanno presumere si tratti di liquidità detenuta principalmente per poter cogliere le opportunità che si dovessero presentare e per ragioni di tesoreria.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 39

Discontinuo anche l'andamento delle attività accessorie che comunque rappresentano solo il 3% circa del CIT in tutto il periodo di osservazione, dato complessivamente contenuto, se confrontato con altre realtà territoriali, malgrado rappresenti pur sempre quasi il 7% dei mezzi propri di bilancio.

Le implicazioni di questi valori nei rapporti finanziari sono oggetto del capitolo che segue.

2.3. L'analisi delle fonti

Il CIT genera fabbisogni di capitale che vengono coperti raccogliendo mezzi finanziari da investitori nel capitale di rischio ed investitori nel capitale di debito, entrambi attratti dall'aspettativa di partecipare alla divisione della ricchezza che ci si attende sarà prodotta. Le aspettative di rendimento dei due soggetti sono diverse perché diverso è il rischio sottostante alle due forme di finanziamento e quindi configurano un diverso costo (opportunità) del capitale di debito e di rischio.

Nel caso dei finanziatori esterni, il Legislatore attribuisce loro un privilegio in termini di priorità nel rimborso rispetto alla proprietà, in caso di fallimento della società; ciò si traduce solitamente in attese di rendimento (costo del capitale di debito) più contenute che possono rappresentare un incentivo alla raccolta, specie se considerato insieme ai vantaggi fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari. L'eccesso di indebitamento, peraltro, innalza il rischio di default dell'impresa stessa, a danno anche della proprietà, così che si forma una sorta di meccanismo auto-limitativo del ricorso al debito.

Anche nel caso d'investitori in capitale di rischio (proprietà) ci sono aspettative di rendimento che, a differenza del caso precedente, non sono né esplicite né garantite dai patti contrattuali. La limitazione dei privilegi e delle garanzie a carico di questa classe d'investitori produce un innalzamento delle remunerazioni attese rispetto agli altri finanziatori, a motivo della consapevolezza di maggiore rischio patito.

Di conseguenza, la teoria finanziaria suggerisce che le scelte di indebitamento aziendale si basino su un *trade-off* fra benefici fiscali e di minor costo che qualificano il capitale di debito rispetto alla minore probabilità di *default* che deriva da una struttura più ricca di capitale di rischio. Occorre poi rammentare che questa prescrizione teorica è valida se applicata sulla base di valori economici (di mercato) – non quindi contabili, come quelli qui analizzati – dato che solo in essi è contenuto il maggior valore derivante dalle scelte di investimento adottate dalle aziende.

La Tabella 2.7 riporta i dati afferenti la copertura finanziaria del CIT delle imprese trevigiane in termini di mezzi propri e di somma dei debiti finanziari lordi e dei debiti tributari. Viene poi evidenziato il peso relativo delle due fonti di approvvigionamento di capitale.

Tabella 2.7 - Copertura finanziaria dei capitali investiti dalle imprese trevigiane

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
CIT	23.918.235	24.271.525	21.537.285	19.549.198	18.528.244	17.499.335
variazione annua	-1,46%	12,70%	10,17%	5,51%	5,88%	
Mezzi Propri	11.073.548	10.894.777	9.181.254	8.264.285	7.767.009	7.262.973
variazione annua	1,64%	18,66%	11,10%	6,40%	6,94%	
PF-TL	12.844.687	13.376.748	12.356.031	11.284.913	10.761.235	10.236.362
variazione annua	-3,98%	8,26%	9,49%	4,87%	5,13%	
PF-TN	10.976.498	11.712.770	10.565.424	9.586.319	9.081.424	8.682.609
variazione annua	-6,29%	10,86%	10,21%	5,56%	4,59%	
PF-TL/CIT	53,70%	55,11%	57,37%	57,73%	58,08%	58,50%
Mezzi Propri/CIT	46,30%	44,89%	42,63%	42,27%	41,92%	41,50%

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Nel 2004 i mezzi di terzi coprivano il 59% del fabbisogno complessivo di capitale aziendale, mentre i mezzi propri coprivano il restante 41%. La percentuale si è mantenuta pressoché costante fino al 2008, anno in cui i mezzi di terzi sono scesi a coprire il fabbisogno di capitale complessivo al 55% e al 54% circa nel 2009. La ragione di questo cambiamento nelle scelte di struttura finanziaria può essere spiegato dal razionamento del credito praticato da tutto il sistema bancario a seguito degli scossoni provocati dalla crisi economica: le imprese si sono trovate a poter contare su minori affidamenti bancari e a dover recuperare liquidità al proprio interno.

L'atteggiamento verso una riduzione del debito si osserva anche in termini di rapporto di indebitamento (quanto debito per ogni euro investito dall'imprenditore?) che scende da 1,41 nel 2004 a 1,16 nel 2009 (si veda la Tabella 2.8). La spiegazione di questo *trend* sta nella fase di ciclo avversa, la quale suggerisce di alleggerire l'indebitamento perché portatore di maggiore probabilità di *default*.

Per interpretare meglio i dati afferenti l'indebitamento delle aziende è opportuno introdurre due ulteriori analisi:

- relativamente alla posizione finanziaria può essere interessante valutarla al netto della liquidità giacente nell'azienda;
- relativamente all'indice di indebitamento, è utile ricalcolarlo sottraendo ai mezzi propri l'ammontare degli investimenti in attività accessorie (CIAA) e della liquidità; il dato così determinato assume il nome di indebitamento industriale (quanto debito per ogni euro investito dall'imprenditore nelle attività aziendali caratteristiche?).

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 41

La Tabella 2.8 sintetizza i risultati a cui si giunge.

Tabella 2.8 - Posizione finanziaria netta e indici di indebitamento delle imprese della Marca

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
PF-TL	12.844.687	13.376.748	12.356.031	11.284.913	10.761.235	10.236.362
variazione annua	-3,98%	8,26%	9,49%	4,87%	5,13%	
PF-TN	10.976.498	11.712.770	10.565.424	9.586.319	9.081.424	8.682.609
variazione annua	-6,29%	10,86%	10,21%	5,56%	4,59%	
Indebitamento totale	1,16	1,23	1,35	1,37	1,39	1,41
Indebitamento industriale	1,51	1,58	1,85	1,94	2,04	2,02

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

A seguito della dinamica della liquidità e della posizione finanziaria lorda presentate poco sopra, si registra una sostanziale stabilità dell'incidenza della posizione finanziaria netta rispetto a quella lorda pari all'85% circa nell'intero periodo.

Rilevante è invece lo studio della dinamica dell'indebitamento industriale relativamente a quello totale. La differenza fra i due indicatori si assottiglia da 0,61 nel 2004 (proseguendo il trend evidenziato dal precedente studio condotto su questo campione d'impreses⁸) a 0,35 nel 2009 a motivo della diminuzione delle attività accessorie aziendali nel corso del periodo di osservazione. Questo sta a indicare che tutti i capitali di terzi sono stati impiegati per finanziare l'attività *core* delle imprese e non *surplus assets*. La crisi ha quindi "costretto" le imprese a focalizzarsi sui propri business più tradizionali, impedendo loro eventuali margini di manovra in altre attività.

Tabella 2.9 - Riparto della PF-TL fra classi di investimento nelle imprese della Marca Trevigiana

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Assorbimento corrente del capitale di debito	76,03%	76,58%	76,82%	74,71%	72,26%	69,93%
Irrispettosità finanziaria	19,99%	18,05%	20,20%	21,66%	23,08%	21,50%
Copertura finanziaria degli investimenti fissi	3,98%	5,37%	2,98%	3,63%	4,66%	8,57%

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Una verifica indiretta di questa tendenza si ottiene rilevando i dati di un particolare indice noto come "irrispettosità finanziaria". Esso misura il peso relativo delle attività accessorie rispetto alla posizione finanziaria lorda, dando quindi un'indicazione indiretta – ma efficace – delle somme di denaro raccolte e impiegate in attività extracaratteristiche. Tale indice risulta essere piuttosto elevato in tutto il periodo di riferimento (in media pari al 20%). La Tabella 2.9 da evidenza del monte totale del debito lordo suddiviso fra: impieghi correnti (in CCNC), impieghi non caratteristici (CIAA e LIQG, ovvero: irrispettosità finanziaria), impieghi in immobilizzi (CIMM).

Si nota come il capitale di debito impiegato per il finanziamento dell'attività cor-

⁸ Cfr. nota a piè di pagina 6.

rente rimanga costante dal 2006 al 2009 e pari a circa il 76%. Un altro 20% finanzia le attività accessorie e solo il 4% circa gli investimenti fissi. I dati sono allarmanti poiché mostrano una eccessiva tendenza da parte delle imprese a richiedere finanziamenti di breve periodo (auto-liquidante) per finanziare il CCNC e le attività extra-caratteristiche a discapito dei finanziamenti di lungo, necessari per gli investimenti in capitale fisso che, per questa ragione, sono totalmente finanziati dal capitale di rischio.

2.4. L'analisi dei flussi di cassa

Cerchiamo ora di combinare le informazioni ottenute a livello di stato patrimoniale con quelle fornite dal conto economico (riclassificati) con lo scopo di ricostruire gli effettivi flussi di cassa aziendali. Come noto, il conto economico è il documento contabile che da evidenza del reddito prodotto a livello di singola gestione. Tale reddito non è però l'effettivo flusso di cassa prodotto o assorbito dall'azienda. Infatti la ricchezza aziendale ha una doppia natura:

- non liquida, che andrà ad incrementare/diminuire le voci di stato patrimoniale;
- liquida, che corrisponde ai flussi monetari di cassa generati durante l'esercizio.

La parte non liquida della ricchezza generata si ottiene per differenza dal confronto tra due esercizi successivi. La parte liquida (ovvero il flusso di cassa), invece, si ottiene sottraendo la parte non liquida dal reddito totale generato. In modo molto banale, possiamo identificare un flusso di cassa come:

$$\text{flusso di cassa} = \text{voce/i di conto economico} - \Delta \text{voci patrimoniali}$$

dove la variazione delle voci patrimoniali è considerata tra due esercizi (t e $(t - 1)$) e può avere segno positivo o negativo a seconda delle scelte di gestione operate dall'azienda. Se la variazione ha segno positivo, tendenzialmente indicherà che l'azienda ha deciso di ampliare la propria attività, drenando cassa; complessivamente questo andrà a decurtare il reddito prodotto a livello di conto economico. Se la variazione è negativa, invece, sarà indice di dismissione/riduzione di patrimonio da parte dell'azienda, operazione che andrà ad aumentare la liquidità aziendale e quindi, operativamente, ad incrementare il reddito di conto economico.

Sulla base di questa logica, gli schemi di riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico proposti (schema funzionale per lo stato patrimoniale e schema a Valore Aggiunto e MOL per il conto economico) risultano funzionali al nostro scopo perché ci permettono di identificare le voci appartenenti ad aree di gestione omogenee. Infatti, la ricostruzione dei flussi di ricchezza per aree di pertinenza gestionale consente anzitutto di comprendere meglio le relazioni esistenti fra i meccanismi di produzione, reinvestimento e distribuzione della ricchezza prodotta in azienda. Queste relazioni, però, sono spesso all'origine di situazioni di rischio aziendale che potrebbero impattare negativamente sia sull'economicità a lungo termine dell'azienda, sia sulle modalità di funzionamento a breve della stessa. La redazione di prospetti di rendiconto finanziario aiuta moltissimo alla comprensione di questi meccanismi; tuttavia, ad oggi, il Legisla-

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 43

tole obbliga un ridottissimo gruppo di imprese alla pubblicazione del rendiconto e ben poche sono le imprese che decidono autonomamente di renderlo disponibile⁹.

Il **Flusso Monetario della Gestione Operativa Corrente (FMGC)** si ottiene sottraendo dal MOL (ovvero dal reddito prodotto dalla gestione caratteristica) la variazione di CCNC avvenuta tra l'esercizio in esame e quello precedente:

- se la variazione di CCNC è positiva, la liquidità è stata assorbita (per esempio da un aumento dei crediti verso clienti e del magazzino, maggiore di quella dei debiti verso fornitori) e per questa ragione va a ridurre il MOL;
- se la variazione di CCNC è negativa, l'azienda ha recuperato liquidità "spremendo" il capitale circolante e per questo il flusso di cassa risulta maggiore del MOL ($MOL - \Delta CCNC = MOL + \Delta CCNC$)

Analiticamente:

$$FMGC = MOL - \Delta CCNC$$

Per ottenere il **Flusso Monetario della Gestione Operativa degli Investimenti (FMGI)** invece si considerano gli ammortamenti (che non corrispondono a uscite monetarie bensì a rettifiche di costo) con segno negativo e ad essi si sottrae la variazione del capitale immobilizzato netto:

- se la variazione è positiva, l'azienda ha fatto nuovi investimenti e quindi ha drenato cassa;

⁹ Il principio contabile n. 12, emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri, prescrive, ad integrazione dell'informazione del bilancio fornita con lo stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa, la redazione di un ulteriore prospetto contabile, il rendiconto finanziario. Il principio contabile si rifà al codice civile stabilendo che il rendiconto finanziario deve essere incluso nella nota integrativa. Tale prospetto rappresenta un documento di sintesi che spiega le variazioni intervenute nella situazione patrimoniale-finanziaria dell'impresa avvenute nell'esercizio, con le variazioni delle risorse finanziarie. Il principio contabile n. 12 considera il rendiconto finanziario un documento obbligatorio, tuttavia afferma che sebbene la sua mancata presentazione non venga considerata come violazione del principio della rappresentazione veritiera e corretta del bilancio, tale mancanza è limitata alle aziende di minori dimensioni che sono meno dotate dal punto di vista amministrativo e la presentazione può essere quindi considerata obbligatoria per tutte le società di grandi dimensioni. Tuttavia il rendiconto finanziario è uno strumento sempre più diffuso anche tra le imprese di minore dimensione, anche perché è ritenuto utile per valutare l'andamento finanziario di un'impresa.

Anche i principi contabili internazionali prescrivono la redazione del rendiconto finanziario, il quale deve essere presentato da tutte le imprese che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Tale documento è a tutti gli effetti un elemento del bilancio. Lo IAS n. 1 entrato in vigore nel 2005, ovvero il principio contabile internazionale che fissa quali sono i documenti che compongono il bilancio d'esercizio, dispone, infatti, che il rendiconto finanziario è parte integrante del bilancio stesso per ciascun esercizio per il quale il bilancio è presentato. Tale documento è dunque obbligatorio. Lo IAS n. 7 "Rendiconto finanziario", entrato in vigore nel 1994, fissa le caratteristiche di tale documento e la sua struttura. Esso richiede la presentazione di un rendiconto finanziario redatto in base ai flussi delle disponibilità liquide. Il principio contabile, infatti, individua nei flussi finanziari, ovvero le entrate e le uscite di disponibilità liquide e mezzi equivalenti, l'aggregato finanziario oggetto del rendiconto. Le disponibilità liquide comprendono sia la cassa che i depositi a vista; le disponibilità liquide equivalenti rappresentano invece investimenti finanziari a breve termine ad alta liquidità che sono prontamente convertibili in un ammontare certo di cassa.

- se la variazione è negativa, l'azienda ha disinvestito parte del capitale immobilizzato e pertanto ha generato nuova liquidità;
Analiticamente:

$$FMGI = -ammortamento - \Delta CIMM$$

La stessa logica si applica al calcolo del **Flusso Monetario della Gestione Accessoria (FMGA)**, prendendo gli oneri e i proventi derivanti dalla gestione accessoria (con il segno con cui compaiono in conto economico) e:

- sottraendo la variazione delle attività accessorie se aumentate (perché è uscita liquidità a seguito di nuovi investimenti in attività accessorie)
- sommando la variazione di attività accessorie se diminuite (perché è entrata liquidità a seguito di un disinvestimento).

Analiticamente:

$$FMGA = +/- \text{proventi/oneri accessori} - \Delta \text{attività accessorie}$$

Viceversa il **Flusso Monetario della Gestione Finanziaria (FMGF)** si ottiene partendo dagli oneri e proventi finanziari (con il proprio segno algebrico) e sottraendo a essi la variazione della posizione finanziaria netta (data dalle attività finanziarie meno le passività finanziarie):

- se la variazione è in aumento significa che l'azienda ha complessivamente aumentato i propri debiti finanziari, per esempio accendendo nuovi finanziamenti. Essendo la posizione finanziaria netta tendenzialmente di segno negativo (le imprese hanno più debiti finanziari di attività finanziarie), tale variazione andrà sommata agli oneri/proventi finanziari;
- se la variazione è in diminuzione significa che l'azienda ha complessivamente diminuito i propri debiti finanziari, per esempio rimborsando vecchi finanziamenti. Tale variazione andrà pertanto sottratta ai proventi/oneri finanziari.

Analiticamente:

$$FMGF = +/- \text{proventi/oneri finanziari} - \Delta \text{posizione finanziaria netta}$$

Il **Flusso Monetario della Gestione Tributaria (FMGT)** si calcola con la medesima logica: alle imposte (di segno negativo) si sottrae la variazione della posizione tributaria netta (data dalla differenza tra le attività tributarie e le passività tributarie):

- se la variazione è in aumento significa che l'azienda ha complessivamente aumentato i propri debiti tributari. Tale variazione andrà sommata alle imposte;
- se la variazione è in diminuzione significa che l'azienda ha complessivamente diminuito i propri debiti tributari. Tale variazione andrà pertanto sottratta alle imposte.

Analiticamente:

$$FMGT = -imposte - \Delta \text{posizione tributaria netta}$$

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 45

Infine, il **Flusso Monetario della Gestione dell'Equity (FMGE)** si ottiene partendo dall'utile/perdita di esercizio e sottraendo la variazione del patrimonio netto:

- se la variazione è in aumento significa che l'azienda ha complessivamente aumentato il patrimonio netto a diverso titolo e pertanto ha rinunciato alla distribuzione totale dell'utile (la variazione andrà quindi sottratta);
- se la variazione è in diminuzione significa che l'azienda ha complessivamente ridotto il patrimonio netto per poter disporre di ulteriore liquidità. Tale variazione andrà pertanto sommata all'utile/perdita di esercizio, evidenziando come il flusso complessivamente consegnato agli azionisti sia superiore all'effettivo reddito prodotto dall'azienda.

Analiticamente:

$$FMGE = +/-\text{utile/perdita di esercizio} - \Delta \text{patrimonio netto}$$

Il flusso dell'equity si ottiene anche sommando algebricamente tutti i flussi di cassa delle altre gestioni. La proprietà aziendale, infatti, andrà a coprire eventuali ammanchi di liquidità o a beneficiare di liquidità in eccesso in via residuale, ovvero dopo aver sistemato l'azienda nel suo complesso.

Analizziamo ora la dinamica finanziaria della Marca Trevigiana, i cui flussi sono rappresentati nel rendiconto finanziario proposto di seguito. La Tabella 2.10 presenta i dati assoluti. La Tabella 2.11 invece, i dati relativi, ovvero percentualizzati rispetto al MOL. Questo ci permette di leggerli in modo più chiaro e immediato.

Tabella 2.10 - I flussi di cassa della Marca Trevigiana dal 2005 al 2009

	2009	2008	2007	2006	2005
MOL	2.460.660	2.981.696	3.006.137	2.611.302	2.427.749
Variazione CCNC	-477.966	752.214	1.060.861	654.681	617.493
FMG Corrente	2.938.626	2.229.482	1.945.276	1.956.621	1.810.256
FMG Investimenti	-1.280.490	-1.898.103	-1.910.160	-1.374.937	-1.114.998
Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-1.280.827	-1.026.569	-1.011.983	-961.787	-1.064.343
Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	337	-871.534	-898.177	-413.150	-50.655
FMG Operativa	1.658.136	331.379	35.116	581.684	695.258
FMG Tributaria	-537.547	-605.805	-727.265	-649.697	-517.904
Fabbisogno operativo	1.120.589	-274.426	-692.149	-68.013	177.354
FMG accessorie e straordinarie	87.915	-8.102	107.177	89.042	-138.750
Fabbisogno aziendale	1.208.504	-282.528	-584.972	21.029	38.604
Coperture attivate					
FMG Finanza del debito	-1.071.625	608.393	524.377	131.563	59.317
Remunerazioni a finanziatori	-335.353	-538.953	-454.728	-373.332	-339.499
Varianti in conto capitale	-736.272	1.147.346	979.105	504.895	398.816
FMG Finanza dell'equity	-136.879	-325.865	60.595	-152.592	-97.921
Remunerazioni	-223.749	-428.686	-296.837	-169.839	-97.435
Varianti in conto capitale	86.870	102.821	357.432	17.247	-486

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Tabella 2.11 - I flussi di cassa della Marca Trevigiana relativizzati rispetto al MOL dal 2005 al 2009

	2009	2008	2007	2006	2005
MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Variazione CCNC	-19,42%	25,23%	35,29%	25,07%	25,43%
FMG Corrente	119,42%	74,77%	64,71%	74,93%	74,57%
FMG Investimenti	-52,04%	-63,66%	-63,54%	-52,65%	-45,93%
Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-52,05%	-34,43%	-33,66%	-36,83%	-43,84%
Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	0,01%	-29,23%	-29,88%	-15,82%	-2,09%
FMG Operativa	67,39%	11,11%	1,17%	22,28%	28,64%
FMG Tributaria	-21,85%	-20,32%	-24,19%	-24,88%	-21,33%
Fabbisogno operativo	45,54%	-9,20%	-23,02%	-2,60%	7,31%
FMG accessorie e straordinarie	3,57%	-0,27%	3,57%	3,41%	-5,72%
Fabbisogno aziendale	49,11%	-9,48%	-19,46%	0,81%	1,59%
Coperture attivate					
FMG Finanza del debito	-43,55%	20,40%	17,44%	5,04%	2,44%
Remunerazioni a finanziatori	-13,63%	-18,08%	-15,13%	-14,30%	-13,98%
Varianti in conto capitale	-29,92%	38,48%	32,57%	19,34%	16,43%
FMG Finanza dell'equity	-5,56%	-10,93%	2,02%	-5,84%	-4,03%
Remunerazioni	-9,09%	-14,38%	-9,87%	-6,50%	-4,01%
Varianti in conto capitale	3,53%	3,45%	11,89%	0,66%	-0,02%

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Per prima cosa, ci preme sottolineare come i dati 2009¹⁰ si discostino di molto rispetto ai dati e ai trend degli anni precedenti. Il 2009 infatti rappresenta l'anno in cui l'economia trevigiana subisce i colpi più forti della crisi economica scoppiata nel 2008. Come si vedrà qui di seguito, la stretta creditizia ha messo le aziende nella condizione di dover recuperare la liquidità al proprio interno, attraverso un processo di recupero di produttività e una rinuncia agli investimenti di sviluppo.

Partiamo con il sottolineare come, complessivamente, il flusso di cassa operativo abbia registrato un continuo aumento dal 2005 al 2009, nonostante l'imperversare della crisi economica. Un'attenta analisi della dinamica reddituale e patrimoniale, però, ci permette di capire le effettive ragioni di questo miglioramento:

- dal 2005 al 2007 il MOL cresce, segno di un'economia sana che produce elevati redditi dalla propria attività caratteristica;
- cresce, a ritmi non costanti (come è normale che sia), anche il CCNC;
- dal 2007 al 2009 invece il MOL si riduce in modo marcato (-17,47% tra il 2008 e il 2009) a seguito della recessione economica;
- il flusso di cassa caratteristico (FCGC) risulta però complessivamente in aumento a seguito della dinamica patrimoniale del CCNC. Le aziende infatti hanno progressivamente ridotto il capitale di giro per recuperare tutta la liquidità possibile per poter ripagare i debiti.

¹⁰ Il rendiconto finanziario è riportato per il periodo 2005-2009 in quanto non disponendo di dati omogenei per il 2003, non è stato possibile ricostruire le variazioni di stato patrimoniale per il 2004.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 47

A livello di gestione degli investimenti si evidenzia un flusso negativo lungo il corso di tutto il periodo di osservazione, a indicare l'impegno delle imprese della Marca a rinnovare il proprio parco investimenti. E' tuttavia importante notare due aspetti:

- il flusso si è progressivamente ridotto dal 2007 al 2009 (da -63,66% a -52,04%);
- gli investimenti di sviluppo si sono pressoché azzerati tra il 2008 e il 2009, segno che le aziende hanno impiegato tutto il capitale a disposizione solo per effettuare investimenti di sostituzione.

Un trend negativo degli investimenti di sviluppo può essere dovuto alla presenza di buoni progetti il cui finanziamento del mercato è però carente (razionamento del credito) oppure è un segnale da parte del mercato finanziario di scarsa fiducia sulle prospettive economiche dell'impresa. In questo momento economico, la ragione del trend è sicuramente imputabile ad entrambi i motivi. Risulta però impressionante come il flusso finanziario, ovvero i finanziamenti effettivamente erogati da terzi (banche, finanziarie, ecc..) passi da un valore positivo ad uno negativo tra il 2008 e il 2009: fino al 2008 il flusso si era assestato su una media di 11% sul MOL. Nel 2009 invece il flusso è stato pari a -43,55%, di cui un 13,63% imputabile al pagamento degli oneri finanziari e un 29,92% in termini di rimborso di finanziamenti in essere. Le banche hanno quindi evidentemente "chiuso i rubinetti" in modo indistinto a tutte le imprese dell'economia trevigiana, le quali si sono trovate costrette a restituire i vecchi finanziamenti, senza poter contare su un sostegno bancario in periodo di crisi di liquidità. In questa dinamica si spiega il perché le imprese abbiano abbandonato gli investimenti di sviluppo e spremuto il capitale di giro.

Un altro aspetto rilevante riguarda il flusso della gestione tributaria¹¹. Nonostante il crollo del MOL e della redditività dell'economia nel suo complesso il flusso in uscita è rimasto pressoché stabile nel 2009 (e pari a circa il 20% del MOL). La ragione può essere imputata al ruolo dell'IRAP, l'imposta regionale sulle attività produttive. Essa colpisce il valore della produzione netto delle imprese ossia, in termini generali, il reddito prodotto al lordo dei costi per il personale e degli oneri e dei proventi di natura finanziaria. Il costo del personale è, come noto, un costo fisso e pertanto non soggetto a diminuzione a fronte di un calo dei fatturati. La base imponibile IRAP è pertanto rimasta piuttosto consistente e questo ha determinato per le imprese una pressione fiscale molto forte.

La dinamica finanziaria descritta, e in particolare l'andamento della gestione corrente e degli investimenti, ha per la prima volta determinato un fabbisogno di segno positivo pari al 49,11% del MOL nel 2009 utilizzato per rimborsare il servizio del debito e pagare dividendi. Il flusso dell'equity è anch'esso negativo nel 2009 e pari al 5,56% del MOL, ad indicare che i soci hanno optato per la distribuzione di remunerazioni (dividendi) e compensi, probabilmente grazie alle riserve accumulate nei precedenti anni di espansione economica, piuttosto che reinvestire la liquidità per autofinanziare l'impresa. Questa scelta potrebbe rivelarsi rischiosa nel caso in cui la crisi e la stretta creditizia si protrassero anche negli anni successivi, posto che i margini di manovra del circolante e degli investimenti sono già stati ampiamente sfruttati.

¹¹ Il flusso della gestione tributaria coincide con le imposte correnti dell'esercizio in quanto i dati a nostra disposizione non ci consentono di calcolare la posizione tributaria netta.

2.5. *L'analisi degli equilibri finanziari*

Una volta analizzati i flussi di cassa è possibile effettuare un controllo sull'equilibrio finanziario complessivo dell'impresa (o dell'economia, nel nostro caso). Lo schema di analisi che adottiamo è stato proposto da G. Bertinetti¹² e identifica due forme di equilibrio finanziario:

- 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.

A lungo termine i due equilibri dovrebbero realizzarsi autonomamente (ovvero dovrebbero sommare a zero); a breve termine, invece, è possibile che uno dei due assi possa compensare l'eventuale squilibrio dell'altro. In presenza di squilibri finanziari compensati occorre interrogarsi sulla loro natura, indagandone, in particolare, le cause.

In termini generali, l'equilibrio di lungo termine si realizza in tre step:

- step 1: se il flusso di cassa della gestione corrente copre esclusivamente il fabbisogno relativo ai cespiti obsoleti, al pagamento delle imposte e quello delle remunerazioni dei finanziatori a titolo di debito e di rischio si parla di equilibrio di sopravvivenza; tale equilibrio dipende fortemente dalle scelte effettuate dall'impresa in passato;
- step 2: se dopo aver pagato le imposte, le remunerazioni e sostituito i cespiti obsoleti rimane della liquidità per effettuare degli investimenti di sviluppo, l'azienda risulta avere una certa capacità di autofinanziamento;
- step 3: se dopo la sostituzione dei cespiti obsoleti, il pagamento delle imposte, delle remunerazioni e l'effettuazione di investimenti di sviluppo rimane dell'ulteriore liquidità, l'azienda risulta essere in grado di remunerare tutta o una parte del capitale (di debito e di rischio). Questa situazione influenza le scelte future dell'azienda: infatti, un'azienda in grado di remunerare il capitale prestatole a diverso titolo dal mercato finanziario, migliorerà il proprio rating in termini di solvibilità e sarà in grado di negoziare le risorse finanziarie ad un prezzo inferiore. Inoltre, una situazione di questo tipo potrebbe mettere l'azienda nelle condizioni di affidarsi in modo inferiore al capitale di terzi e di rischio e di affidarsi maggiormente all'autofinanziamento.

Questo tipo d'indagine richiede di scomporre, come già riportato nella Tabella 2.12, i flussi delle coperture articolati fra la componente relativa all'afflusso di capitale e

¹² Cfr. G. Bertinetti, *Finanza Aziendale Applicata*, Giappichelli, 2001.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 49

quella afferente il pagamento delle remunerazioni. Si tratta di un lavoro relativamente semplice da fare qualora si analizzi una singola azienda; nel caso invece si voglia analizzare un aggregato sono necessarie alcune ipotesi.

Per il capitale di rischio si sono stimati gli apporti (netti) di capitale considerando le variazioni intervenute nelle voci aggregate di bilancio relative ai capitali sociali e alle riserve sovrapprezzo. Si avverte il lettore che si tratta di una stima e come tale imprecisa: tuttavia non era possibile utilizzare metodologie più precise per carenza di dati. Per il capitale di debito, il flusso delle remunerazioni è stato ipotizzato pari all'ammontare degli oneri finanziari iscritti a conto economico (tralasciando quindi il peso delle poste transitorie relative a ratei e risconti, immaginate trascurabili) e stimando "per differenza" il saldo netto di capitale, pari ovviamente alla differenza fra la nuova raccolta di capitale di debito e la quota capitale del debito restituito.

La Tabella 2.12 che segue riporta i dati in valore assoluto per gli anni 2005-2009. La successiva Tabella 2.13, similmente alla Tabella 2.11, riporta invece la serie dei dati in percentuale del MOL dello specifico anno per tutto il periodo.

Tabella 2.12 - Gli equilibri finanziari della Marca Trevigiana dal 2005 al 2009

	2009	2008	2007	2006	2005
EQUILIBRIO VERTICALE					
FMG Corrente	2.938.626	2.229.482	1.945.276	1.956.621	1.810.256
FMG accessorie e straordinarie	87.915	-8.102	107.177	89.042	-138.750
Totale disponibile	3.026.541	2.221.380	2.052.453	2.045.663	1.671.506
Investimenti di rimpiazzo	-1.280.827	-1.026.569	-1.011.983	-961.787	-1.064.343
Imposte	-537.547	-605.805	-727.265	-649.697	-517.904
Remunerazioni al capitale di debito	-335.353	-538.953	-454.728	-373.332	-339.499
Remunerazioni al capitale di rischio	-223.749	-428.686	-296.837	-169.839	-97.435
SALDO VERTICALE	649.065	-378.633	-438.360	-108.992	-347.675
EQUILIBRIO ORIZZONTALE					
Apporti di nuovo capitale di rischio	86.870	102.821	357.432	17.247	-486
Apporti di nuovo capitale di debito	-736.272	1.147.346	979.105	504.895	398.816
Totale disponibile	-649.402	1.250.167	1.336.537	522.142	398.330
Investimenti di espansione e sviluppo	337	-871.534	-898.177	-413.150	-50.655
SALDO ORIZZONTALE	-649.065	378.633	438.360	108.992	347.675

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Le imprese del campione dimostrano una dinamica molto diversa nel 2009 rispetto agli anni precedenti. Dal 2005 al 2008, infatti, si è sempre realizzato uno squilibrio verticale netto, coperto attingendo ai surplus di origine orizzontale. Nell'anno 2009, invece, si realizza una situazione di eccedenza finanziaria nell'equilibrio verticale reimpiegata in quello orizzontale. Il perché di questa eccedenza si è analizzato nel paragrafo precedente ed è frutto principalmente della contrazione del capitale di giro e degli investimenti di sviluppo, che hanno permesso di generare un FCGC (molto) positivo. Tale situazione è, paradossalmente, quella auspicabile: la persistenza di squilibri verticali (si veda 2005-2008) è, infatti, tendenzialmente un dato preoccupante, specie se interpretato nei suoi effetti di lungo termine. Da una parte, la difficoltà a remunerare regolarmente i fattori produttivi senza accedere a nuovo capitale potrebbe

allontanare i fattori più produttivi lasciando al sistema quelli caratterizzati da più bassa capacità reddituale. Dall'altro lato, il sistematico ricorso a nuovo capitale finanziario per la copertura degli squilibri correnti potrebbe irrigidire eccessivamente la struttura patrimoniale delle aziende nell'analisi della struttura di investimento.

Il minor assorbimento di capitale circolante ha, in un certo senso, migliorato la capacità delle aziende di gestire i propri fabbisogni di liquidità.

Alcune ulteriori note meritano infine di essere sottolineate:

- nel 2009 i surplus finanziari verticali (649.402.000.000 euro) non sono stati impiegati per investimenti di sviluppo (solo 337.000.000 euro in tutta la Marca), ma per remunerare il capitale di debito;
- ciò non è stato sufficiente e i prestatori di capitale di rischio hanno dovuto apportare nuove risorse per un totale di 86.870.000.000 euro;
- il carico fiscale ha continuato ad essere un elemento significativo a carico dell'equilibrio verticale, come già illustrato in precedenza. Qui preme sottolineare come l'assorbimento di risorse correnti da parte della gestione tributaria sia sistematicamente superiore alle risorse destinate alla remunerazione dei capitali finanziari impiegati in azienda;
- l'incidenza degli investimenti di rimpiazzo sul MOL (mediamente intorno al 37%) subisce un salto nel 2009 fino al 52,05% mettendo in luce un ulteriore elemento di incisività sull'equilibrio verticale, dal quale emerge l'interrogativo sulla consistenza del MOL alla luce dei processi di sostituzione fra capitale e lavoro in corso. Su questo tema, peraltro, avremo modo di soffermarci in seguito, quando analizzeremo alcuni indici di intensità relativa nell'uso dei fattori.

Tabella 2.13 - Gli equilibri finanziari relativizzati al MOL della Marca Trevigiana dal 2005 al 2009

	2009	2008	2007	2006	2005
EQUILIBRIO VERTICALE					
FMG Corrente	119,42%	74,77%	64,71%	74,93%	74,57%
FMG accessorie e straordinarie	3,57%	-0,27%	3,57%	3,41%	-5,72%
Totale disponibile	123,00%	74,50%	68,28%	78,34%	68,85%
Investimenti di rimpiazzo	-52,05%	-34,43%	-33,66%	-36,83%	-43,84%
Imposte	-21,85%	-20,32%	-24,19%	-24,88%	-21,33%
Remunerazioni al capitale di debito	-13,63%	-18,08%	-15,13%	-14,30%	-13,98%
Remunerazioni al capitale di rischio	-9,09%	-14,38%	-9,87%	-6,50%	-4,01%
SALDO VERTICALE	26,38%	-12,70%	-14,58%	-4,17%	-14,32%
EQUILIBRIO ORIZZONTALE					
Apporti di nuovo capitale di rischio	3,53%	3,45%	11,89%	0,66%	-0,02%
Apporti di nuovo capitale di debito	-29,92%	38,48%	32,57%	19,34%	16,43%
Totale disponibile	-26,39%	41,93%	44,46%	20,00%	16,41%
Investimenti di espansione e sviluppo	0,01%	-29,23%	-29,88%	-15,82%	-2,09%
SALDO ORIZZONTALE	-26,38%	12,70%	14,58%	4,17%	14,32%

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

3. L'analisi della redditività aziendale

Dopo aver studiato la dinamica finanziaria delle imprese della Marca Trevigiana, è interessante andare ad analizzare la **redditività del capitale** raccolto sul mercato finanziario e le sue determinanti.

Prima di introdurre qualsiasi tecnica di analisi, però, è opportuno mettere ordine tra alcuni concetti cardine per non rischiare di fare confusione e di perdere il focus della nostra analisi.

Innanzitutto, il motore di ogni iniziativa imprenditoriale è la **capacità** imprenditoriale, ovvero la capacità di saper identificare uno spazio economico non ancora esplorato da altri, che legittimi alla produzione di beni e servizi utili e, congiuntamente, profittevoli per l'imprenditore stesso.

Per realizzare ogni iniziativa, occorre disporre della **liquidità** necessaria all'avvio della stessa, la cui raccolta dipende dalla capacità di convincere alcuni finanziatori (indipendentemente dal loro titolo giuridico) della validità del progetto imprenditoriale, condividendone i frutti ed il rischio. La raccolta di liquidità sancisce la superiorità della proposta imprenditoriale rispetto alla media degli altri investimenti e concorre a costituire il **capitale** (patrimonio contabile) della nascente azienda. Il capitale dovrà poi essere impiegato, ovvero messo a frutto miscelandolo con altre componenti aziendali; ne risulterà un **patrimonio** in grado di produrre – almeno potenzialmente – i frutti attesi.

E' a questo punto che possiamo iniziare a introdurre il tema della redditività:

- il reddito è la produzione di “nuovo” patrimonio; come tale, misura l'efficacia economica assoluta del progetto aziendale. Solo una parte del nuovo patrimonio sarà prodotto in forma liquida (flusso di cassa); l'altra rimarrà incorporata nel capitale investito;
- rapportando quanto prodotto al patrimonio impiegato, si ottiene un indicatore sintetico di efficienza: la redditività;
- il livello della redditività va ora confrontato con il grado di rischio associato e con quella ottenibile da terzi. Se il confronto ha esito positivo, cioè ad un aumento della redditività segue un aumento meno che proporzionale o una diminuzione del rischio, la ricchezza (valore?) dell'azienda sarà superiore al capitale immesso (creando così nuovo valore);
- la redditività di cui potranno fruire i finanziatori consolida o smentisce il giudizio iniziale sull'investimento aziendale; il valore di mercato del capitale divergerà quindi dal valore contabile originariamente conferito in azienda;
- la prospettiva aziendale di perpetuarsi dipende ora dalla potenzialità e dallo sfruttamento del mix fra la ricchezza corrente e nuova capacità imprenditoriale: se le condizioni sono virtuose il valore aziendale (potenziale) cresce.

Si torna così al primo punto e l'azienda acquisisce una caratteristica fondamentale: l'economicità di lungo termine che le consente di essere un “istituto duraturo”, indipendentemente da chi lo ha fondato. Se si tengono a mente i punti appena illustrati è più semplice comprendere il limite fondamentale delle tecniche di analisi finanziaria. Queste muovono dai risultati aziendali (ex-post) da qui ne estraggono possibili spie-

gazioni in termini di decisioni assunte dal management e inferiscono su ragionevoli trend futuri dell'azienda. Nella realtà, invece, ciò che rileva sono anzitutto le aspettative, perché su queste si basano le decisioni imprenditoriali e la loro condivisione con gli investitori; i risultati sono una misura utile a capire quanto è accaduto, adottare eventuali correttivi oppure proporre nuove prospettive aziendali. Il percorso che l'analisi (finanziaria) svolge è quindi a ritroso (dai risultati alle decisioni) rispetto a quello che normalmente si svolge in azienda (dalle decisioni ai risultati). Per questo motivo la teoria economica non ci consegna ancora una metodologia completa ed efficace per la valutazione delle capacità imprenditoriali a partire dai soli dati di bilancio.

Ne segue la prassi, per il ricercatore in campo economico, di ricorrere al calcolo di indici ed altri indicatori i quali si prestano al meglio nell'offrire una rappresentazione indiretta dell'evento che si intende analizzare: le c.d. *proxies*. Questa ricerca indiretta di "indizi" in merito ad uno specifico fenomeno economico complica il lavoro del ricercatore e lo espone a errori potenziali. Infatti, oltre alla possibilità che la metodologia adottata si dimostri inefficace in assoluto, si aggiunge la difficoltà che deriva dall'interpretazione del dato, in particolare del discernimento fra dati che effettivamente segnalano la presenza di un determinato fenomeno e dati che, invece, indicano altri fenomeni oppure derivano da "rumori di fondo" dell'ambiente in cui si opera la ricerca.

3.1. *L'analisi della redditività corrente*

La redditività di un'impresa può essere misurata a due livelli: a livello corrente e a livello di capitale impiegato. Possiamo distinguere quindi una **redditività corrente**, che guarda alla capacità dell'impresa di "rendere" a livello di *core business*, a prescindere dal tipo di capitali impiegati per finanziare l'attività d'impresa stessa e una **redditività dei capitali** che guarda invece a come sono stati impiegati i capitali (di debito e di rischio) in azienda e a quanto stanno "rendendo" rispetto al reddito aziendale prodotto. Sebbene la distinzione possa non essere completamente chiara a questo livello della trattazione, è importante fissare due principi chiave per la lettura delle prossime pagine:

1. sia a livello corrente che dei capitali, è possibile individuare quale area aziendale sia responsabile dei risultati dell'impresa (se la gestione caratteristica, degli investimenti, accessoria, ecc...);
2. la redditività corrente è diversa da quella dei capitali perché hanno velocità di rotazione diverse¹³.

Partiamo con il considerare l'analisi della redditività corrente. Tale redditività dipende dalle scelte operate dall'impresa nel passato. Il primo indicatore da calcolarsi è il **MOL/F**, ovvero il **rapporto tra il MOL e il Fatturato**, definito da alcuni anche "margine delle vendite".

Esso informa su quanto Margine Operativo Lordo è stato prodotto dall'azienda ogni 100 euro di fatturato realizzato. Un MOL/F del 16%, ad esempio, indica che ogni 100

¹³ Tale concetto verrà chiarito nel corso della trattazione.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 53

euro di vendite l'azienda ha prodotto un MOL di 16 euro. Più l'indicatore è alto, più la redditività corrente sarà alta e quindi il giudizio sull'azienda positivo.

Essendo il MOL dato dalla differenza tra fatturato e costi operativi monetari (materie prime, servizi, costo del lavoro), un aumento del rapporto MOL/F può derivare: da un aumento della redditività lorda delle vendite a parità di costi operativi, o da una diminuzione dell'incidenza dei costi operativi monetari a parità di ricavi di vendita o, infine, da un aumento del fatturato accompagnato da un incremento d'intensità minore dei costi monetari.

E' evidente, essendo il MOL il reddito prodotto dalla gestione operativa corrente, che questo indice ci informa sulla redditività caratteristica dell'impresa.

Questo indice è influenzato da una serie di aspetti:

- è legato da un lato alle condizioni concorrenziali del settore nel quale l'impresa si trova ad operare (ciclo di vita, tasso di sviluppo, presenza di barriere all'entrata); dall'altro ai vantaggi competitivi specifici dell'impresa (vantaggi di costo e/o capacità di differenziare il prodotto rispetto ai concorrenti): la modifica di uno di questi fattori può determinare una sua variazione in positivo o negativo;
- le forze concorrenziali tendono nel tempo a ridurre i margini delle aziende, nel caso in cui questi siano molto positivi; la velocità di attuazione di questo processo dipende dalle barriere all'entrata nel settore e dai vantaggi competitivi di cui dispone l'impresa;
- inoltre tende ad avere maggiore variabilità nelle aziende più soggette al ciclo economico ed essere più stabile nelle *utilities* o nei settori protetti.

ESEMPIO 1: Margine sulle vendite e ciclicità del business

Il rapporto tra MOL e Fatturato tende a seguire l'andamento del ciclo economico e le specifiche caratteristiche del settore di appartenenza (oltre alle azioni intraprese dall'impresa oggetto di analisi). Nel periodo 1998-2005 ST Microelectronics e Italcementi hanno avuto andamenti differenti per questo parametro: la prima ha visto una forte volatilità del rapporto che è passato dal 27,1% di inizio periodo al massimo di 38,1% del 2000 per tornare a scendere, con varie oscillazioni, al 24,6% del 2005, con variazioni medie annue che superano i 5 punti percentuali; la seconda ha registrato una maggiore stabilità con il margine sulle vendite che è rimasto in un intervallo di circa 5 punti percentuali (compreso tra il massimo di 26% del 2002 e il minimo di 22,7% del 2005) e con variazioni annue mai superiori a 1,5 punti percentuali.

L'andamento dei margini di ST ha seguito l'andamento del mercato dei semiconduttori riflettendone le violente oscillazioni dei prezzi mentre quello di Italcementi è rappresentativo della maggiore stabilità del settore del cemento.

Altri aspetti rilevanti sono i seguenti:

- in determinati casi (es. aziende in start up) è lecito attendersi un aumento dei margini lordi consistente e prolungato nel tempo, ma questo percorso, ricavabile ad

- esempio nei piani strategici aziendali, deve essere attentamente monitorato per verificarne l'attendibilità e la fattibilità;
- infine è opportuno sottolineare come il rapporto MOL/F da solo non determini la redditività del capitale investito (ROI), di cui parleremo nei prossimi paragrafi, ma vada considerato congiuntamente ad altri fattori strutturali. Può infatti accadere che aziende con rapporto MOL/F elevato (ad esempio superiore al 50% come nel caso delle *utilities*) abbiano un ROI inferiore rispetto ad aziende con margini più contenuti grazie a una maggiore efficienza nell'uso del capitale.

In sintesi: il margine sulle vendite è il parametro cui vale la pena dedicare più tempo durante la previsione, utilizzando tutte le informazioni a disposizione e tutte le tecniche di analisi che si possono implementare; in assenza d'informazioni l'utilizzo di un rapporto MOL/F pari a quello dell'ultimo anno (o ad una media degli ultimi anni) o in leggero calo può essere ritenuto l'unico coerente con i principi di prudenza che devono ispirare il processo di valutazione.

La Tabella 3.1 evidenzia l'evoluzione di questo indicatore nei dati trevigiani dal 2004 al 2009. Il dato medio si assesta intorno all'8,78%. Nel 2008-2009, a fronte di un periodo di relativa stabilità, si registra una flessione rispettivamente del 4,37% e del 6,27%. La ragione è da imputarsi alla maggior "velocità di caduta" del MOL rispetto a quella del fatturato. Concentrando l'attenzione proprio nel biennio 2008-2009, si vede come il fatturato rimanga in crescita nel 2008 (+3,71%) e crolli nel 2009 (-11,96%) a fronte di una caduta del MOL dello 0,74% già nel 2008 e del 17,57% nel 2009. La maggior velocità di caduta del MOL è da imputarsi al costo del lavoro che, per sua natura, rimane pressoché stabile nel periodo. Gli altri costi infatti, scendono proporzionalmente al calo del fatturato e contribuiscono alla contrazione del circolante ampiamente spiegata nei paragrafi precedenti.

Una versione simile di questo indice, ma che ingloba anche il contributo della gestione degli investimenti, è l'indice **RO/F**, ovvero **Reddito Operativo su Fatturato**. L'informazione è, di nuovo, quanto reddito operativo l'azienda produce ogni 100 euro di fatturato prodotto.

Essendo il Reddito Operativo pari al MOL al netto degli ammortamenti, questo indicatore pesa la redditività anche rispetto alla politica degli investimenti adottata.

Una sottolineatura più tecnica a questo riguardo è la seguente: mentre il MOL/F non è influenzato dalle "regole contabili", questo indicatore lo è. Sappiamo infatti che la normativa fiscale permette di effettuare l'ammortamento anticipato dei beni, consentendo un recupero fiscale degli investimenti più rapido e, quindi, una riduzione del carico tributario¹⁴.

¹⁴ La Finanziaria 2008 ha apportato numerose modifiche alla normativa relativa al reddito d'impresa: tra queste, una delle più semplici ma al contempo tra le più penalizzanti per le aziende, riguarda le disposizioni dettate sull'ammortamento dei beni materiali. Infatti, la L. 244/2007 ha sancito l'abrogazione del c. 3, art. 102, TUIR, che, riconoscendo alle imprese la possibilità di eseguire gli ammortamenti anticipati, consentiva un più rapido recupero fiscale degli investimenti. L'eliminazione dell'intero comma comporta anche l'impossibilità di dedurre ammortamenti accelerati con riguardo alla maggior utilizzazione dei beni rispetto alla media di settore, se eccedenti i relativi coefficienti fiscali. La sop-

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 55

I dati di Treviso anche per questo indicatore confermano quanto evidenziato nel capitolo precedente. Si vede, infatti, un progressivo aumento della redditività operativa corrente fino al 2007 e una conseguente caduta nel 2008-2009. Il dato 2009, in particolare, è molto emblematico: a fronte di una caduta del MOL/F del 6,27%, il peso degli ammortamenti spinge la caduta a -31,46%. Le aziende, per far fronte ai problemi di liquidità conseguenti alla crisi, hanno sfruttato la deroga alla Finanziaria 2008 (si veda la nota 13) e hanno ammortizzato anticipatamente i beni acquistati negli anni precedenti, in cui invece gli investimenti erano progressivamente cresciuti. Questo per ridurre il carico tributario ed avere un po' di respiro in termini di liquidità.

Tabella 3.1 - Andamento del MOL/F e del RO/F e rispettive variazioni

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
MOL/F	8,20%	8,75%	9,15%	8,71%	8,96%	8,94%
variazioni annue	-6,27%	-4,37%	5,05%	-2,84%	0,21%	
RO/F	3,93%	5,74%	6,07%	5,50%	5,03%	4,84%
variazioni annue	-31,46%	-5,47%	10,31%	9,28%	4,00%	

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Abbiamo visto che nel 2009 non sono stati fatti investimenti di sviluppo, ma si è provveduto solo a rimpiazzare impianti e macchinari obsoleti: pertanto l'incremento degli ammortamenti è da imputarsi totalmente all'utilizzo della deroga sull'abolizione degli ammortamenti anticipati.

La redditività può essere analizzata anche a **livello di singolo addetto**. La Tabella 3.2 che segue riporta i dati della Marca Trevigiana. Innanzitutto guardiamo al numero di dipendenti nel periodo di studio: si può notare un aumento degli stessi tra il 2005 e il 2006, in concomitanza del forte sviluppo dell'economia di quegli anni, seguito da una crescita più lieve fino al 2008 e poi un brusco calo del 4,57% nel 2009. La crisi, come noto, ha obbligato le aziende al licenziamento di molti addetti, misura che, tuttavia,

pressione degli ammortamenti anticipati/accelerati, considerata particolarmente penalizzante poiché i coefficienti fiscali d'ammortamento non riflettono più in molti casi il reale processo d'obsolescenza dei beni, si inserisce nell'ambito della manovra che tende a rendere l'imponibile fiscale sempre più vicino a quello civilistico da cui l'abrogazione del quadro EC dell'UNICO e del conseguente doppio binario. L'eliminazione dell'ammortamento anticipato e accelerato decorre per tutti i contribuenti (imprese individuali, società di persone e società di capitali) dall'esercizio successivo a quello in corso al 31.12.2007 per il quale permangono le regole ordinarie (dunque 2008 per gli esercizi coincidenti con l'anno solare) e riguarda anche i beni entrati in funzione negli anni precedenti.

- Pertanto, per le imprese con esercizio coincidente con l'anno solare, il periodo d'imposta 2007 sarà l'ultimo nel quale potranno essere stanziati ammortamenti anticipati o accelerati.

Tuttavia a temperamento della penalizzazione introdotta è stato disposto "per il solo periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31.12.2007" che ai beni nuovi acquisiti ed entrati in funzione in tale periodo, ad eccezione dei veicoli di cui all'art. 164, c. 1, lett. b), TUIR, non si applica la riduzione a metà del coefficiente, come previsto per il primo esercizio dal c. 2, art. 102, TUIR.

- Di conseguenza per gli investimenti eseguiti nel 2008, al di là della scelta civilistica, si potrà dedurre una quota d'ammortamento pari all'applicazione dell'aliquota intera stabilita dal Ministero. Qualora nel CE sia stanziato un ammortamento di importo inferiore a tale quota la differenza può ancora essere dedotta extra-contabilmente operando una variazione in diminuzione al risultato d'esercizio in sede di dichiarazione dei redditi 2009.

non sembra essere stata sufficiente per recuperare redditività a livello corrente. Guardando ai dati si osserva, infatti, che il MOL per addetto nel 2009 scende del 13,52%, a fronte di un calo del Fatturato per addetto di “solo” 7,74%: questo suggerisce che il MOL è crollato del doppio rispetto al calo del fatturato. Questo dato è sintomatico della rigidità del mercato del lavoro italiano, infatti, in presenza di un mercato del lavoro più flessibile, le aziende avrebbero potuto recuperare maggior redditività attraverso la riduzione temporanea di questa voce di costo.

Tabella 3.2 - MOL/F per addetto e RO/F per addetto

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Addetti	113159	118.575	117.041	113.124	101.594	102.576
variazioni annue	-4,57%	1,31%	3,46%	11,35%	-0,96%	
MOL	2.460.660	2.981.696	3.006.137	2.611.302	2.427.749	2.362.050
MOL per addetto	21,75	25,15	25,68	23,08	23,90	23,03
variazioni annue	-13,52%	-2,10%	11,27%	-3,40%	3,77%	
RO	1.179.833	1.955.127	1.994.154	1.649.515	1.363.406	1.278.177
RO per addetto	10,43	16,49	17,04	14,58	13,42	12,46
variazioni annue	-36,77%	-3,23%	16,85%	8,65%	7,70%	
Fatturato	30.011.021	34.086.038	32.865.127	29.989.366	27.089.086	26.412.471
Fatturato per addetto	265,21	287,46	280,80	265,10	266,64	257,49
variazioni annue	-7,74%	2,37%	5,92%	-0,58%	3,55%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Un'ulteriore modalità utile a comprendere il livello di rischio operativo, ed in particolare quello derivante dalla ciclicità delle vendite è ricorrere alla determinazione del punto di pareggio operativo o **break-even point (BEP)**. Esso definisce quale sia il livello di fatturato aggregato che un'impresa deve produrre al fine di ottenere un reddito operativo nullo, ovvero per disporre di un margine di contribuzione¹⁵ esattamente pari al totale dei costi fissi operativi che transitano in bilancio. Naturalmente questo calcolo è soggetto ad alcune limitazioni nelle interpretazioni di cui una ci pare particolarmente importante da ricordare: la composizione del fatturato di pareggio deve essere proporzionale al fatturato corrente affinché la stima risulti affidabile; in questo modo l'incidenza del margine di contribuzione rispetto al fatturato risulta costante.

Il calcolo del BEP riferito a dati aggregati può essere effettuato efficacemente dividendo lo stock di costi fissi per il margine di contribuzione (MDC) in percentuale del fatturato (MDC/F). Per avere una misura più immediata del rischio è poi utile calcolare il c.d. **Margine di Sicurezza Aziendale (MDS)** ovvero la distanza relativa fra il fatturato corrente dell'impresa e quello definito nel BEP, che identifica la perdita massima di fatturato tollerabile dall'impresa per non cadere in un'area di perdita¹⁶. Al crescere del MDS possiamo dire che si riduce il rischio commerciale dell'azienda.

¹⁵ Il Margine di Contribuzione è rappresentato dalla differenza tra i ricavi e i costi variabili caratteristici.

¹⁶ Naturalmente, maggiori sono i costi fissi maggiore sarà il fatturato di pareggio e minore il MDS, a parità di ogni altra condizione; viceversa per il MDC/F: al suo crescere si riduce il BEP ed aumenta il MDS.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 57

La Tabella 3.3 illustra il calcolo del punto di pareggio insieme al calcolo del Margine di Sicurezza.

Tabella 3.3 - Fatturati di pareggio e Margini di sicurezza delle imprese della Marca Trevigiana

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
MDC/F	24,16%	23,50%	23,43%	23,19%	23,98%	24,85%
CFIX	6.071.472	6.055.088	5.707.398	5.306.013	5.132.499	5.286.213
BEP	25.128.039	25.766.345	24.355.397	22.877.338	21.403.439	21.269.600
MDS	16,27%	24,41%	25,89%	23,72%	20,99%	19,47%

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

I dati della tabella possono essere interpretati in questo modo:

- per prima cosa è chiara la dinamica del margine di sicurezza, in aumento dal 2004 al 2007 e poi in forte calo dal 2007 al 2009, segno dell'aumento del rischio commerciale dell'economia trevigiana a seguito della crisi;
- la ragione del calo del margine di sicurezza è da imputarsi principalmente a due fattori: da una parte alla "stabilità" dei costi fissi, dall'altra al calo del margine di contribuzione;
- il margine di contribuzione, tuttavia, cala (-9,47% nel 2009) ad un ritmo inferiore rispetto al crollo del fatturato (-12% nel 2009) per effetto della più marcata riduzione dei costi variabili (-14,35%) operata dalle aziende per cercare di ridurre l'erosione dei margini conseguente alla crisi.

Infine possiamo misurare la redditività delle vendite attraverso il calcolo del **ROS (Return on Sales)**. Analiticamente si calcola come di seguito:

$$ROS = (\text{Reddito Operativo}/\text{Ricavi Netti}) \times 100$$

Il valore posto al numeratore, ovvero il risultato operativo (caratteristico) è, come noto, un valore economico dato dall'aggregazione di quelle componenti di reddito positive e negative che si riferiscono alla *gestione caratteristica e degli investimenti* dell'impresa. Con questa espressione si intende l'insieme delle attività tipiche dell'azienda.

Nel calcolo del risultato operativo caratteristico non si tiene conto:

- dei proventi e degli oneri derivanti da investimenti accessori (investimenti immobiliari, investimenti in partecipazioni, ecc.);
- dei proventi e degli oneri di natura finanziaria;
- delle imposte sul reddito.

Il valore posto al denominatore, ovvero le vendite nette del periodo, è rappresentato dal valore dei ricavi derivanti dalle vendite dei prodotti, delle merci e/o dei servizi, effettuate nel periodo. Tale valore deve essere considerato al netto di detrazioni, quali sconti, abbuoni, resi, ecc..

Cosa esprime dunque il ROS? Esso misura la redditività delle vendite e la capacità remunerativa dei flussi di ricavi tipici dell'impresa. In altre parole, tale indice ci dice

qual è il ricavo netto conseguito per ogni euro di fatturato. Normalmente il ROS viene espresso in termini percentuali.

Esso riflette tre dimensioni dell'area operativa della gestione:

1. il livello di efficienza dei processi produttivi;
2. la capacità commerciale dell'impresa;
3. il mix di prodotti venduti in presenza di marginalità differenti per ciascuna linea di produzione.

3.2. *L'analisi della redditività dei capitali*

Analizzare la redditività dei capitali investiti significa valutare la capacità dell'impresa di produrre risultati economici soddisfacenti. Sappiamo, infatti, che il capitale entra in azienda a diverso titolo (di debito e di rischio), attiva i cicli produttivi aziendali (CIN) e poi ritorna al mercato finanziario sotto forma di remunerazioni. L'impiego di capitale non proficuo (ovvero non capace di produrre remunerazioni soddisfacenti) non è attraente agli occhi dei finanziatori. Ai nostri fini è interessante allora andare ad analizzare la redditività dei capitali raccolti sul mercato finanziario e le sue determinanti.

Gli indicatori di redditività, che useremo a questo scopo, rispondono all'esigenza di passare dalla nozione di reddito come valore assoluto del risultato economico a quella di risultato economico relativizzato rispetto a un'altra quantità (indice). Non esiste, pertanto, un calcolo univoco di redditività degli investimenti, in quanto essa può variare a seconda delle componenti di stato patrimoniale che si vogliono evidenziare.

L'analisi della redditività può essere allora svolta efficacemente partendo dalle aree di gestione che generano attivi dello stato patrimoniale (impieghi a rischio del fattore produttivo capitale). Il primo livello di analisi corrisponde alla gestione operativa, che analizziamo studiando la redditività degli investimenti e degli attivi.

Il primo indice che introduciamo è il **ROI (Return on Investment)**, uno dei più utilizzati nella prassi contabile. Analiticamente si calcola come di seguito:

$$ROI = (\text{Reddito Operativo}/CIT) \times 100$$

dove il CIT rappresenta il Capitale Investito Totale, ovvero la somma di Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC), Immobilizzato (CIMM) e Attività Accessorie (CIAA).

Tale indicatore esprime la massima remunerazione che la gestione caratteristica è in grado di produrre per 100 euro di risorse finanziarie investite, prescindendo dalle politiche fiscali o dalle modalità di finanziamento. Infatti:

- il numeratore considera il risultato della gestione caratteristica che quindi non tiene conto delle gestioni straordinaria e fiscale e della gestione finanziaria;
- il denominatore comprende le risorse di natura finanziaria raccolte dall'impresa sotto forma di debito e di capitale di rischio.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 59

Per quanto riguarda il numeratore, il reddito operativo è espressione della capacità della direzione di gestire l'attività "tipica" d'impresa, vale a dire di attuare opportune politiche di approvvigionamento dei fattori produttivi, di trasformazione degli stessi, di commercializzazione dei prodotti finiti e di gestione delle scorte, prescindendo dalle modalità di finanziamento e dalle politiche fiscali. Il risultato ottenuto dalla gestione operativa verrà utilizzato per remunerare il capitale di debito attraverso gli oneri finanziari, l'Erario attraverso le imposte e il capitale proprio attraverso il reddito netto che residua. E' chiaro che più il ROI è alto più il giudizio sulla redditività aziendale è positivo.

Tuttavia è possibile identificare una misura di redditività dei capitali più precisa introducendo un ulteriore indicatore, ovvero il **ROC (Return on Capital)**, anche definito **ROI-finanziario**. Esso è calcolato come:

$$ROC = (\text{Reddito Operativo}/CIN) \times 100$$

dove il CIN rappresenta il Capitale Investito Netto ed è composto dal CCNC e dal CIMM ovvero i capitali utilizzati per finanziare la **sol**a gestione operativa aziendale.

Tale indicatore esprime quindi 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). Tale risultato consente di individuare informazioni utili quali ad esempio il momento del ciclo aziendale dell'impresa. Tendenzialmente, infatti, un'impresa start up avrà un ROC basso in quanto gli ingenti investimenti fatti per avviare l'attività non sono ancora entrati a regime; un'impresa in crescita invece avrà un ROC crescente nel tempo; una in fase di maturità avrà un ROC alto e stabile, mentre se in fase di declino avrà un ROC che decresce a ritmi sostenuti. Esso risulta inoltre utile per il confronto tra aziende dello stesso settore in quanto ci dovremmo aspettare un dato di redditività del capitale abbastanza allineato. Se ciò non fosse, allora potremmo stabilire un *ranking* in termini di efficienza produttiva all'interno del settore oggetto di analisi.

Un terzo indicatore, definito **Return on Assets (ROA)**, esprime il rendimento delle risorse impiegate nelle attività correnti e nel capitale fisso dell'impresa. Analiticamente si misura come:

$$ROA = (\text{Reddito Operativo}/CIL) \times 100$$

Questo indice riporta al denominatore il capitale investito lordo (CIL), cioè la somma del CCLC e del CIMM. A differenza del ROC, il valore ottenuto identifica la redditività complessiva realizzata dalla gestione operativa a prescindere dalle scelte fatte dal lato dei passivi correnti¹⁷. Il calcolo del ROA integra le informazioni date dal ROC in quanto permette di capire il potere contrattuale dell'azienda dal lato dei fornitori. Si ricorda, infatti, che tanto più lunga è la dilazione di pagamento ottenuta, tanto minore è l'impiego di capitale circolante e di conseguenza maggiore è la liquidità disponibile. Di conseguenza, a parità di ogni altra cosa, tanto più elevata sarà la differenza fra ROC

¹⁷ CIN = CCNC + CIMM = CCLC - Passività Correnti + CIMM; CIL = CCLC + CIMM.

60 GLORIA GARDENAL

e ROA, tanto maggiore sarà la capacità dell'azienda di dilatare i tempi di pagamento. Vediamolo con un semplice esempio.

	Azienda A	Azienda B	Azienda C
CCLC	1.000	1.000	1.000
Passività Correnti	700	500	900
CIMM	1.000	1.000	1.000
CCNC	300	500	100
CIN	1.300	1.500	1.000
CIL	2.000	2.000	2.000
RO	130	130	130
ROC	10%	8,6%	11,8%
ROA	6,5%	6,5%	6,5%

Le tre aziende presentano gli stessi valori di CCLC e CIMM, ciò che varia è l'importo delle passività correnti e di conseguenza il CCNC e il CIN e ROC saranno differenti. A parità di ROA l'azienda B, con un minore potere contrattuale presenta una redditività operativa dell'8,6%, inferiore a quella dell'azienda A caratterizzata da dilazioni di pagamento nella norma. L'azienda C presenta invece un ROC superiore merito del valore più alto delle passività correnti.

Il secondo livello di analisi riguarda la redditività a "livello complessivo" e si calcola attraverso il **ROE (Return on Equity)**. Esso misura la redditività del patrimonio netto dell'azienda (ovvero del capitale di rischio). Analiticamente si calcola:

$$ROE = (\text{Reddito Netto} / \text{Patrimonio Netto}) \times 100$$

Al ROE sono attribuibili due chiavi di lettura fondamentali:

- rappresenta il rendimento percentuale del capitale di rischio investito dalla "proprietà" dell'azienda;
- fornisce una prima indicazione del tasso potenziale di sviluppo interno dell'impresa senza aumentare il saggio di indebitamento (sempre che non si distribuiscono utili).

Per emettere un giudizio di merito sulla redditività dell'azienda in esame, il ROE può essere confrontato con il rendimento medio su investimenti privi di rischio aumentato di un premio per il rischio che rifletta:

- i rischi economici e finanziari dell'attività aziendale;
- i rischi di rimborso del capitale;
- eventuali difficoltà di smobilizzo.

E' un indicatore di redditività "complessiva" perché su di esso si riflettono gli effetti di tutte le gestioni:

- operativa;
- accessoria;
- finanziaria;
- tributaria.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 61

Per completare l'analisi della redditività bisogna tenere conto anche delle poste del passivo e della loro capacità di generare redditività per la proprietà.

Per passare dalla redditività operativa alla redditività netta bisogna tenere conto dell'effetto di *Leva Finanziaria*, ovvero della capacità del debito di incrementare la redditività del capitale proprio, a patto che si rispettino determinate condizioni. Abbiamo visto che:

$$ROC = \frac{RO}{CIN} \xrightarrow{\text{LEVA FINANZIARIA}} ROE = \frac{RN}{PN}$$

Passività Finanziarie (debito) ed Equity (capitale proprio) non generano la stessa redditività. Le prime avranno una redditività legata al tasso di interesse negoziato con il creditore finanziario, mentre l'Equity otterrà la redditività residuale. La proporzione di indebitamento finanziario ottimale rispetto al totale dell'Equity viene determinata dall'effetto della leva finanziaria che esprime la proporzione di debito che consente una maggiore redditività dei mezzi propri. Tale livello d'indebitamento ottimale, variabile da azienda ad azienda, dipenderà dallo sbilanciamento tra ROC ed il tasso d'interesse *i* negoziato con i creditori: più il ROC è maggiore del tasso di interesse negoziato, maggiore sarà la convenienza ad aumentare l'indebitamento nei confronti di terzi. Vediamolo con un esempio.

Esempio (si vedano le tabelle seguenti): a parità di ROC (12%) e interessi (8%¹⁸), nell'ipotesi 1 la redditività dell'Equity o ROE è del 16% mentre nell'ipotesi 2, dove la proporzione delle passività finanziarie è maggiore rispetto al capitale di rischio, la redditività dell'equity (ROE) è del 21%. Il reddito operativo deve remunerare sia il capitale di terzi sia il capitale proprio. Il capitale di terzi dovrà essere remunerato ad un costo pre-accordato indipendentemente dal risultato aziendale. L'equity otterrà la sua remunerazione solo in seguito alla copertura dell'onere finanziario.

IPOTESI 1	
ATTIVO	1.000
PASSIVO	
Passività Finanziarie	500
Equity	500
ROC	12%
RO	12% x 1.000 = 120
Redditività P.F.	8% x 500 = 40
Reddito Netto	120 - 40 = 80
ROE	80/500 = 16%

IPOTESI 2	
ATTIVO	1.000
PASSIVO	
Passività Finanziarie	700
Equity	300
ROC	12%
RO	12% x 1.000 = 120
Redditività P.F.	8% x 700 = 56
Reddito Netto	120 - 56 = 64
ROE	64/300 = 21%

¹⁸ Nell'esempio si è scelto di utilizzare uno stesso tasso di interesse per porre maggior enfasi sull'effetto leva dell'indebitamento. Nella realtà le due imprese negozieranno tassi di interesse differenti poiché hanno livelli di rischio, leggi rapporto di indebitamento, diversi.

L'effetto premiante di leva finanziaria, che incrementa più che proporzionalmente la redditività dell'Equity all'aumentare dell'indebitamento, si interrompe quando, a fronte di una proporzione elevata di passività finanziarie rispetto all'Equity, il finanziatore aumenta il tasso d'interesse in virtù della maggiore rischiosità in capo all'azienda. Inoltre, le scelte di indebitamento basate sull'effetto di leva finanziaria devono tenere conto della stabilità del ROC nel tempo: se ciò non fosse, la capacità dell'azienda di sopportare il debito (e il servizio del debito) sarà molto più bassa e aleatoria.

Infine un'ultima precisazione: il calcolo del ROE in questo esempio è semplificato a causa dell'ipotesi di assenza di tassazione. In uno scenario normale, in cui le imprese hanno l'obbligo di pagare le imposte, il rendimento effettivo percepito dagli azionisti presupporrà il calcolo di un ROE netto che tenga conto della tassazione che incombe sull'azienda. La formula sarà perciò il rapporto tra utile netto (ottenuto dalla sottrazione delle imposte di esercizio dal reddito lordo) e patrimonio netto.

Vediamo ora come si presentano i dati di redditività della Marca Trevigiana nel periodo 2004-2009. La Tabella 3.4 di seguito proposta evidenzia come la redditività crolli a tutti i livelli: a livello delle vendite si nota una crescita fino al 2007, nel quale si registra un ROS del 6,07%, e un seguente crollo che segna un -31,46% nel 2009. A livello della redditività degli investimenti si nota un andamento simile: il ROI e il ROC crollano entrambi del 39% circa nel 2009. I dati sono pressoché allineati perché le attività accessorie (che incidono nel calcolo del ROI e non del ROC) vengono praticamente tutte liquidate nel 2009 per poter recuperare liquidità. Per questa ragione ROI e ROC forniscono un risultato pressoché analogo. Il ROA presenta anch'esso una dinamica molto simile al ROC. Emblematico è il dato sul ROE, ovvero sulla redditività del capitale di rischio: il valore, già non molto elevato e mediamente pari all'8% circa, crolla del 60,24% nel 2009 fermandosi al 3,09%.

Tabella 3.4 - Indici di redditività e variazioni annue dell'economia trevigiana

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROS	3,93%	5,74%	6,07%	5,50%	5,03%	4,84%
variazioni annue	-31,46%	-5,47%	10,31%	9,28%	4,00%	
ROI	4,93%	8,06%	9,26%	8,44%	7,36%	7,30%
variazioni annue	-38,76%	-13,00%	9,73%	14,67%	0,74%	
ROC	5,53%	8,95%	10,47%	9,64%	8,50%	8,35%
variazioni annue	-38,23%	-14,58%	8,60%	13,49%	1,71%	
ROA	4,08%	6,50%	7,30%	6,62%	5,90%	5,84%
variazioni annue	-37,15%	-10,98%	10,23%	12,25%	0,94%	
ROE	3,09%	7,78%	9,57%	7,96%	6,74%	7,38%
variazioni annue	-60,24%	-18,68%	20,31%	18,01%	-8,63%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 63

3.3 L'analisi delle determinanti della redditività

Per approfondire l'informazione sulla redditività fornita dagli indicatori poc'anzi presentati, è prassi comune suddividerli in sotto-segimenti (secondo il cosiddetto schema DuPont¹⁹), per cercare di individuare quali siano le componenti che hanno generato un dato livello di redditività.

Partiamo con la scomposizione del **ROI**. Tale indicatore può essere rappresentato nel modo che segue:

$$ROI = \frac{RO}{Ricavi di Vendita} \times \frac{Ricavi di Vendita}{CIT}$$

dove:

- $\frac{RO}{Ricavi di Vendita} = ROS = \text{Redditività delle Vendite};$
- $\frac{Ricavi di Vendita}{CIT} = \text{Rotazione del Capitale Investito Totale. Serve a capire quanto le quantità e i volumi siano soddisfacenti in base allo sforzo di investimento fatto e quindi è più collegato alle scelte di gestione degli investimenti operativi adottate.}$

Parimenti il **ROC** (in modo simile rispetto a quanto visto per il ROI) può essere scomposto come:

$$ROC = \frac{RO}{Ricavi di Vendita} \times \frac{Ricavi di Vendita}{CIN}$$

Dall'analisi congiunta di entrambi gli indicatori dovrebbe riscontrarsi coerenza tra investimento e scelta strategica: solitamente ad una strategia indifferenziata fondata su alti volumi di produzione corrispondono ingenti investimenti che lavorano in forma continuativa; viceversa, a strategie basate sulla differenziazione corrispondono minori investimenti che lavorano in maniera non continuativa.

¹⁹ Tale tecnica prende il nome dall'omonima società statunitense, presso la quale lavorava il contabile che per primo la propose.

Esempio: un esempio di strategia basata sui volumi è rappresentato dalle penne BIC che sono poco differenziate e che si vendono ad un prezzo relativamente basso di mercato. Viceversa le stilografiche Montblanc riflettono una strategia aziendale basata sulla differenziazione il cui prezzo di mercato è nettamente superiore a quello delle penne BIC. Per le prime ci si aspettano margini superiori e quindi, secondo la triangolazione DuPont, maggiore redditività, minori volumi e minore rotazione del capitale investito rispetto alle seconde.

Per quanto riguarda il ROA, le determinanti della redditività sono il ROS e la rotazione del capitale investito lordo.

$$ROA = \frac{RO}{\text{Ricavi di Vendita}} \times \frac{\text{Ricavi di Vendita}}{CIL}$$

Infine possiamo individuare le componenti della redditività del capitale di rischio scomponendo il ROE:

$$ROE = \frac{\text{Ricavi di Vendita}}{CIT} \times \frac{CIT}{PN} \times \frac{RN}{\text{Ricavi di Vendita}}$$

dove:

- RN è il reddito netto;
- PN è il patrimonio netto.

In questo modo possiamo vedere che il ROE è influenzato principalmente da tre fattori:

1. l'efficienza nell'utilizzo delle attività, misurata dall'*Asset Turnover* (ovvero il rapporto tra Ricavi Netti di Vendita e Capitale Investito Totale);
2. l'effetto leva (*leverage*) che è dato dal rapporto tra il Capitale Investito Totale e il Patrimonio Netto;
3. l'efficienza dei margini (o *Profit Margin*) definita dal rapporto tra Reddito Netto e Ricavi di Vendita.

Sempre dallo schema DuPont è possibile ottenere un'altra relazione per identificare le componenti del **ROE**.

Esso può essere, infatti, anche scritto come:

$$ROE = \frac{CIT}{PN} \times \frac{\text{Ricavi di Vendita}}{CIT} \times \frac{RO}{\text{Ricavi di Vendita}} \times \frac{RN}{RO}$$

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 65

dove:

la relazione $\frac{\text{Ricavi di Vendita}}{\text{CIT}} \times \frac{\text{RO}}{\text{Ricavi di Vendita}}$ identifica il ROI.

Pertanto il ROE può essere scritto anche in funzione del ROI nel modo seguente:

$$\text{ROE} = \frac{\text{CIT}}{\text{PN}} \times \text{ROI} \times \frac{\text{RN}}{\text{RO}}$$

E' evidente che, in questo caso, il ROE può essere spiegato in funzione di:

- rapporto di indebitamento, espresso dal primo membro;
- ROI;
- grado di incidenza del risultato netto sul risultato operativo.

Tuttavia, nonostante la forte valenza teorica delle formule riportate qui sopra e dello schema DuPont in generale, quello che è importante individuare, nello scomporre il ROE, è la relazione che lo lega con il ROI e il rapporto di indebitamento finanziario. Abbiamo infatti visto che la presenza di debito in azienda funge da leva e aumenta la redditività del capitale di rischio. Ora cerchiamo di ricostruire questa relazione anche matematicamente.

Ipotizzando assenza d'imposizione fiscale (e di proventi e/o oneri derivanti dalla gestione accessoria) sappiamo che:

- Reddito Netto = RO - Oneri Finanziari (OF)
= [(PN + Indebitamento) x ROI] - [Indebitamento x i]
• dove i = OF/indebitamento

Pertanto:

- Reddito Netto = (PN x ROI) + (Indebitamento x ROI) - (Indebitamento x i)
= (PN x ROI) + [Indebitamento x (ROI - i)]

Dividendo tutto per il Patrimonio Netto (PN) otteniamo:

$$\text{ROE} = [(\text{ROI} - i) \times \frac{\text{Indebitamento}}{\text{PN}}]$$

Da questa importante relazione deduciamo che:

- se il ROI è maggiore del costo del debito (i), il rapporto tra Indebitamento e PN sarà moltiplicato per una quantità positiva e quindi il ROE complessivamente salirà. In questo caso si può usare l'effetto leverage, ovvero aumentare l'indebitamento per far aumentare il ROE;
- se il ROI è minore del costo del debito (i), invece, il rapporto Indebitamento/PN (detto altresì debt/equity) sarà moltiplicato per un numero negativo e quindi non potrà essere utilizzato l'effetto leverage per aumentare il ROE.

In sostanza, sarà molto importante confrontare il ROI con il costo del debito per sapere se un eventuale aumento dell'indebitamento finanziario sarà giustificato da un aumento della redditività aziendale, oppure se, oltre ad aumentare la rischiosità finanziaria dell'azienda (sappiamo infatti che un elevato livello di debito espone l'azienda al rischio di default) andremo anche a peggiorare la redditività.

Cerchiamo ora di fornire alcune precisazioni sui dati trevigiani, concentrando la nostra attenzione sulla redditività dei capitali investiti nella gestione operativa (caratteristica e degli investimenti) attraverso la scomposizione del ROC (Return on Capital).

La Tabella 3.5 che segue evidenzia come la resa dei capitali investiti nelle imprese della Marca si mantenga stabile tra il 2004 e il 2005, cresca del 13,49% nel 2006, del 8,60% nel 2007 per poi crollare del 14,58% nel 2008 e del triplo (-38,23%) nel 2009.

Tabella 3.5 - Determinanti del ROC (o ROI-finanziario)

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROC	5,53%	8,95%	10,47%	9,64%	8,50%	8,35%
variazione annua	-38,23%	-14,58%	8,60%	13,49%	1,71%	
ROS	3,93%	5,74%	6,07%	5,50%	5,03%	4,84%
variazione annua	-31,46%	-5,47%	10,31%	9,28%	4,00%	
Rotazione CIN	1,41	1,56	1,73	1,75	1,69	1,73
variazione annua	-9,87%	-9,64%	-1,56%	3,85%	-2,21%	
Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	ROS	CIN

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Il calo trova origine nella riduzione della redditività commerciale, con un ROS che tocca il minimo di 3,93% nel 2009 e la rotazione del capitale investito a 1,41. La conclusione è una sola e laconica: c'è troppo capitale impiegato rispetto ai redditi prodotti, nonostante le imprese abbiano provveduto a ridurre il capitale circolante e abbiano ridotto a zero gli investimenti di sviluppo.

E' bene osservare (ultima riga della Tabella 3.5) come nelle fasi di crisi economica il CIN sia il fattore che maggiormente contribuisce ad accelerare la discesa del ROC. I dati che seguono (riferiti al periodo '04-'09) aiutano a comprendere meglio la situazione:

- il ROC si contrae ad un ritmo medio annuo dell'5,80%;
- il ROS si contrae invece ad un ritmo medio annuo dell'2,67%;
- la rotazione del CIN si contrae infine ad un tasso medio del 3,89%.

Dunque i processi di razionalizzazione nell'uso del capitale immobilizzato non hanno comunque consentito di rendere meno consistente l'impatto della congiuntura sulla redditività finanziaria delle imprese trevigiane. Certo: un maggior aumento della rotazione del CIN avrebbe prodotto situazioni nettamente migliori, ma abbiamo ben visto che l'origine di questo problema è nel circolante, non negli investimenti fissi. Per quanto riguarda la redditività corrente (espressa dal ROS), essa risulta essere calante, segno di una certa pressione competitiva che si sviluppa sulle aziende della Marca e che produce la riduzione dei margini di valore aggiunto delle produzioni, aumentando il rischio delle imprese: la manovra di riduzione del CCNC si è dimostrata inefficace.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 67

3.4. La sensitività della redditività

Le dinamiche indagate fino ad ora ci forniscono un quadro interessante sull'analisi della redditività delle aziende ma insufficiente a capire i motivi che ne hanno influenzato le componenti. Gli strumenti di analisi che possediamo sono ancora troppo rudimentali perché non considerano il ruolo fondamentale del rischio (oggetto di trattazione nel prossimo capitolo) e, inoltre, non ci permettono di dire quanto le componenti del reddito siano "sensibili" e a che cosa.

Fare analisi di sensitività delle componenti della redditività significa dare un'interpretazione più accurata dei fenomeni, indagando i nessi causa-effetto che hanno generato una determinata redditività, per vedere quali siano stati i vincoli gravanti sulle scelte gestionali delle imprese e determinare quindi se talune scelte siano state "deliberate" ovvero siano state "obbligate".

Per fare questo è possibile ricorrere ad un insieme di indicatori di sensibilità parziale dei risultati economici rispetto a specifiche variabili, in primis quantità vendute (esposizione al rischio di ciclo economico) e prezzo di vendita (esposizione al rischio di elasticità della domanda). Bisognerebbe poi disporre di indicazioni in merito al grado di rischio indotto dalla struttura finanziaria e, infine, stimare un indicatore sintetico. Questi problemi saranno affrontati nel prossimo capitolo, nel quale analizzeremo il calcolo delle cosiddette "leve" o indicatori di sensibilità. La nostra capacità di analisi sarebbe, poi, completa se permettesse di definire una probabilità di superamento del livello di break-even prima trovato, ovvero la probabilità di consumo del MDS aziendale disponibile (e, come visto, calante). In effetti questo conto si può effettuare attraverso il ricorso ad una tecnica nota come "BEP-stocastico". Si tratta di un conteggio che muove dal presupposto che i fatturati delle aziende siano distribuiti secondo una funzione c.d. "normale". Conoscendo la volatilità dei fatturati²⁰ è possibile identificare un numero (Z) associabile in modo esclusivo al valore del fatturato di pareggio²¹ e da questo la probabilità che il reddito operativo sia negativo, ovvero che il fatturato sia inferiore a quello di pareggio.

²⁰ La volatilità dei risultati, misurata normalmente attraverso la varianza, è uguale a:

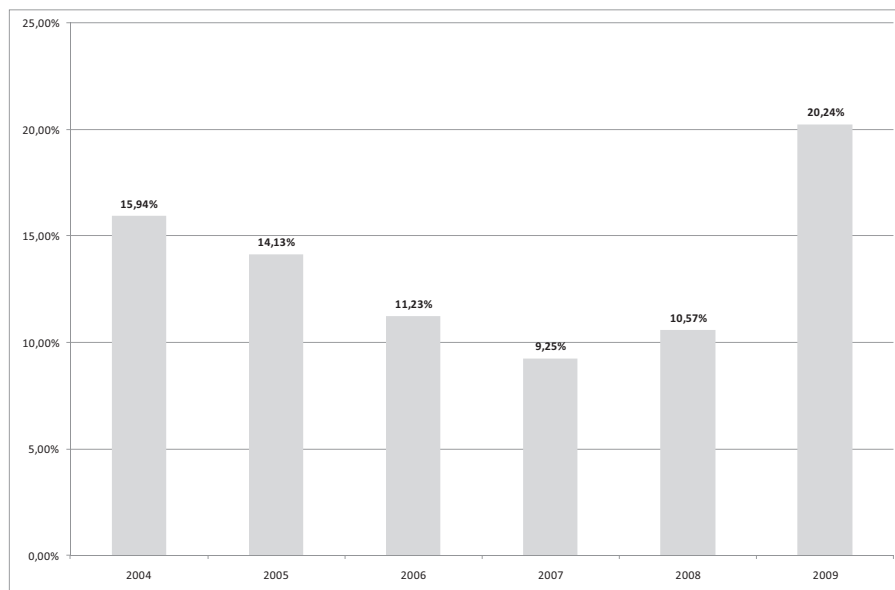
$$\sigma^2 = \frac{1}{N} \sum (x_i - \bar{x})^2$$

dove N è il numero dei dati campionari, x_i è la singola osservazione e \bar{x} è la media dei dati campionari. Essa fornisce una misura di quanto siano vari i valori assunti dalla variabile. Spesso, più che alla varianza, si usa guardare allo scarto quadratico medio (o deviazione standard) che non è altro che la radice quadrata della varianza.

²¹ Questo numero è calcolato come differenza tra il fatturato di pareggio e il fatturato effettivo delle aziende, suddivisa per il valore della deviazione standard del fatturato; come tale si tratta di un numero negativo. Tecnicamente, il dato indica il valore standardizzato della variabile in esame (nella fattispecie il fatturato); per le proprietà della distribuzione c.d. normale, a tale numero si associa una ed un'unica probabilità di suo superamento negativo. Rappresentando la probabilità di superare al ribasso il fatturato di pareggio, il calcolo definisce la probabilità di generazione di perdite operative per le aziende.

Se accettiamo come migliore approssimazione il dato della deviazione standard storica dei fatturati delle imprese della Marca (19,53%) è possibile determinare la serie delle probabilità di redditi operativi inferiori a zero, come illustrato nella Figura 3.1 che segue.

Figura 3.1 - Probabilità di generazione di redditi operativi negativi per le imprese della Marca Trevigiana



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Il trend è allineato a quanto descritto nelle pagine precedenti: la probabilità di redditi negativi scende da 15,94% a 9,25% dal 2004 al 2007 a seguito del boom economico. Successivamente, cresce fino a 10,57% nel 2008 e poi subisce un balzo e raddoppia fino a 20,24% nel 2009 a seguito della crisi. Occorre tuttavia osservare che la stima è stata effettuata muovendo da valori storici delle volatilità dei fatturati, i quali contengono – per loro natura – tutti gli effetti calmierati delle volatilità derivanti dalle scelte manageriali adottate per affrontare le fasi più negative del ciclo. E' quindi verosimile immaginare che le probabilità effettive siano maggiori di quelle riportate, dato questo che potrebbe essere riscontrato qualora si effettuasse il conteggio muovendo da valori attesi ex-ante della volatilità e non da rischi ex-post.

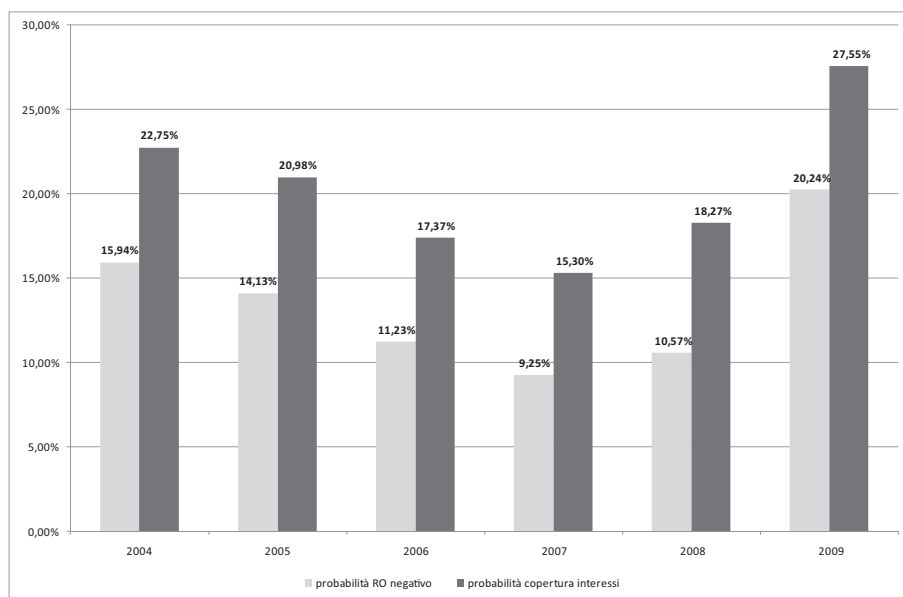
Nel prossimo capitolo vedremo come scomporre il rischio in parti elementari volte a cogliere fattispecie particolari di rischio al fine di comprendere quali – fra queste – siano maggiormente a traino dei risultati appena esposti.

Continuando la nostra analisi sulle probabilità di generare redditi operativi nega-

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 69

tivi, proviamo ora a stimare la confidenza di copertura degli oneri finanziari, ovvero a monitorare la sensitività della redditività al peso di questi ultimi. Possiamo farlo sommandoli al monte dei costi fissi utilizzato per la determinazione del margine di sicurezza e vedendo come quest'ultimo indice cambia con e senza il peso di OF (Oneri Finanziari). Quello che emerge è un aumento in termini assoluti di tale margine dal 2004 al 2006 (in sintonia con la fase di forte crescita economica) e poi un brusco calo nel 2009. In quest'ultimo anno, ad esempio, il margine di sicurezza senza considerare la copertura degli OF è pari a 16,27% ma scende fino a 11% se invece si considera, come a dire che, perdendo il 16,27% del fatturato si va in perdita operativa ma basta perdere solo l'11% per non riuscire a coprire più gli stessi oneri finanziari, generando una perdita prima delle imposte e delle componenti straordinarie. Non è difficile capire che la probabilità di generare redditi operativi insufficienti alla copertura degli OF è maggiore di quella di generare redditi operativi negativi. Nella Figura 3.2 che segue i due valori sono messi a confronto.

Figura 3.2 - Probabilità di generazione di redditi operativi negativi per le imprese della Marca Trevigiana



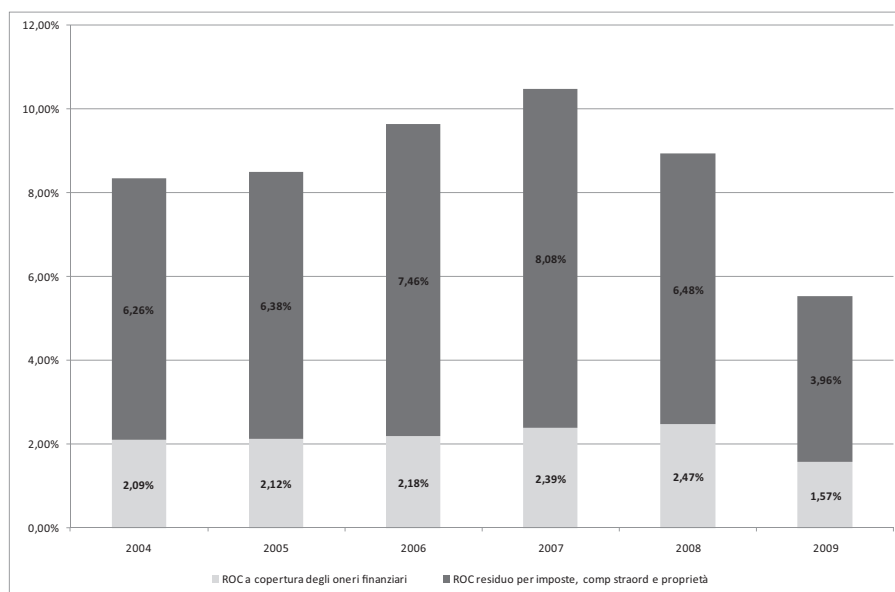
Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

E' interessante osservare come la dinamica della copertura degli oneri finanziari sia più altalenante rispetto a quella di generazione dei redditi operativi. Ciò è conseguenza diretta almeno di tre fattori: dei trend d'indebitamento delle imprese della Marca, della dinamica dei tassi di interesse e dell'andamento della domanda di mercato. Per esempio, guardando al 2008 possiamo imputare la maggior parte della discrepanza tra le due

probabilità di redditi operativi negativi (con e senza copertura degli interessi) ai massimi toccati dall'Euribor nel mese di giugno: questo dato ha fatto aumentare in modo consistente il peso degli oneri finanziari sui redditi operativi prodotti dalle imprese. Nel 2009 invece, a fronte di un calo del peso degli oneri finanziari (dovuto anche alle politiche "forzate" di restituzione dei capitali di terzi attuate dalle imprese) si è registrato il massimo effetto della crisi di domanda che ha abbattuto in modo pesante i redditi operativi, facendo incidere comunque in modo forte il ruolo degli OF.

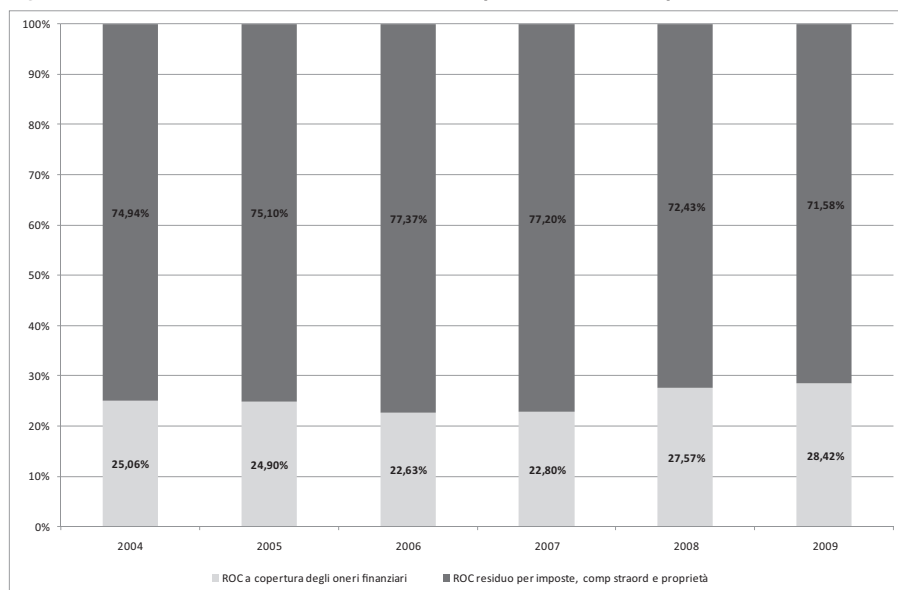
Per completare l'analisi può essere utile fare un ultimo esercizio teorico, per capire la portata di della sensitività della redditività alle componenti che la determinano. Proviamo, ad esempio, a scomporre il ROC (ovvero l'indice di redditività dei capitali) in quota dedicata alla copertura degli oneri finanziari sostenuti dalle imprese e quota a disposizione per la copertura delle componenti straordinarie, delle imposte e degli azionisti.

Figura 3.3 - Scomposizione del ROC in quote (in termini assoluti)



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Come si evince, in particolar modo, dalla Figura 3.4 gli oneri finanziari assorbono mediamente, nei sei anni di analisi, il 26% circa della redditività operativa, mentre il restante 74% rappresenta un cuscinetto contro la rischiosità esogena, ovvero un margine di redditività che l'azienda ha a disposizione (dopo il pagamento inderogabile degli oneri finanziari) per far fronte ad eventuali altri rischi inattesi.

Figura 3.4 - Scomposizione del ROC in quote (in termini relativi)

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

4. L'analisi dei rischi aziendali

Nel secondo capitolo sono stati esaminati i livelli di reddito e i flussi di cassa generati dalle singole gestioni aziendali. L'analisi di tipo assoluto (quanto reddito, quanta liquidità) non è però sufficiente a spiegare lo stato di salute di un'impresa poiché, per prima cosa, è necessario rapportare il livello di reddito generato con l'ammontare di risorse utilizzate per generarlo. Nel terzo capitolo l'analisi di tipo assoluto è stata affiancata da un'analisi di tipo relativo cioè dallo studio della redditività: quanto reddito prodotto ogni 100 euro di capitale investito? Manca però ancora un tassello: l'analisi del rischio. Una redditività elevata potrebbe essere caratterizzata da un rischio elevato o, in una visione dinamica, un aumento della redditività negli anni potrebbe essere accompagnato da un aumento del rischio. È importante quindi capire quanto rischiosa è l'impresa per poterne valutare la *performance*. Prima di analizzare nel dettaglio la rischiosità dell'economia trevigiana è bene capire che cos'è il rischio.

Il rischio nell'immaginario collettivo ha spesso una connotazione negativa. In realtà è un elemento di incertezza legato all'evolversi di scenari futuri. Pertanto può presentare sia delle minacce che delle opportunità. All'interno dell'azienda il rischio dovrebbe essere in primo luogo misurato, poi valutato e infine gestito per sfruttarne le opportunità. Vediamo in breve i tre punti.

Misurare il rischio significa determinare la variabilità potenziale dei risultati aziendali al mutare degli scenari futuri. Ad esempio: l'entrata nel mercato di un mio concorrente porterà all'erosione delle mie quote di mercato? Se sì, di quanto varierà il mio reddito operativo? L'intensità con cui varieranno i risultati aziendali è definita esposizione al rischio e dipende per prima cosa dalla capacità di reazione dell'azienda. A sua volta la capacità di reazione è diversa da impresa ad impresa e dipende dalle scelte fatte nel passato. Si pensi ad esempio all'acquisto di un nuovo macchinario tramite un finanziamento bancario. Esso impone all'azienda la necessità di generare flussi di cassa sufficienti a ripagare il debito contratto. Cosa succede se l'impresa non riesce a produrre le quantità preventivate a causa di una crisi di domanda? La risposta ovviamente non è univoca perché gli effetti dipenderanno dalla reazione della stessa, che a sua volta sarà determinata dalla struttura dei costi, dal mercato in cui essa opera, dai rapporti con i finanziatori, ecc. Una volta misurato il rischio è necessario valutarlo economicamente, analizzando il rapporto fra costi e benefici potenziali che da esso derivano e decidere di coprirlo solo nel caso in cui i benefici coprano effettivamente i costi. Infine il rischio va gestito massimizzando il rapporto fra costi e benefici: il rischio deve essere considerato un fattore della produzione alla stregua di capitale e lavoro. Il rischio è quindi un elemento aziendale da governare, ricorrendo, in particolare a due cose: competenza e flessibilità. Al loro crescere, infatti, a parità di quantità di rischio (esogeno), si riduce l'esposizione aziendale, con effetti favorevoli sull'azienda e la sua economicità. Tuttavia, competenza e flessibilità da sole non bastano; occorre dare loro la giusta coerenza in un processo gestionale armonico.

Tradurre i concetti sopra illustrati in una corretta misura del rischio d'impresa è

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 73

pressoché impossibile. Infatti, mentre è tecnicamente possibile misurare la quantità di rischio esogeno ricorrendo ad adeguate misure statistiche, il loro uso aziendale spesso è limitato dalle complessità tecniche che le caratterizzano e dalla difficoltà che emerge allorquando dal rischio si vuole passare alla misura aziendale dell'esposizione, ed ancora si vuole comparare il *trade-off* costo-beneficio della specifica esposizione con quello gradito dagli investitori. Il tentativo diviene poi ancora più arduo quando la misura si finalizzi a supportare la gestione perché diviene necessario disporre di valutazioni ex-ante²².

In queste pagine si analizzeranno gli indicatori più significativi per misurare la rischioosità derivante dall'impiego di capitale, dalla struttura dei costi e dalla durata degli attivi e dei passivi.

4.1. L'analisi dei rischi legati al capitale

La prima decisione da assumere in azienda è quella relativa all'allestimento del capitale fisso rispetto alle prospettive di vendita future. Scegliere l'adeguata dotazione di capitale è importante in quanto permette all'impresa di ottimizzare l'utilizzo della risorsa capitale, scarsa per sua natura, e di ridurre i rischi legati ad esempio ad un suo razionamento. Come si può dunque capire se le decisioni prese sono coerenti, ad esempio, con le attese di fatturato? E' necessario a questo scopo calcolare alcuni indicatori di intensità che mettono in relazione vari livelli di capitale con i ricavi di vendita e studiarne poi la dinamica. I valori di intensità esprimono nel lungo termine la dotazione di capitale necessaria al funzionamento dell'impresa e nel breve termine il rischio a cui è esposta.

In questo lavoro vengono presentati quattro indicatori di intensità del capitale che misurano il rischio legato alla gestione operativa. Il primo è definito **intensità del capitale investito netto (CIN)** ed è calcolato nel seguente modo (non vedo l'indice):

$$\text{intensità di CIN} = (\text{CIN} / \text{Ricavi delle vendite}) \times 100$$

Questo indice misura la dotazione di capitale investito netto necessario per produrre 100 euro di fatturato. 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

²² Occorre sempre tenere a mente che le decisioni aziendali sono basate sul livello di rischio ex-ante, ovvero quello percepito al momento in cui le stesse vengono assunte mentre gli effetti misurabili del rischio sono ex-post. Di conseguenza tutti gli indicatori di rischio andrebbero misurati ex-ante, ovvero andrebbero estratti dalle aspettative dell'imprenditore, cosa ovviamente impossibile per le misure che verranno qui proposte che sono evidenze ex-post delle decisioni assunte e, come tali, potenzialmente inefficaci.

(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. Infatti, al numeratore troviamo il CIN, cioè la somma fra il fabbisogno di capitale fisso e di quello circolante; una riduzione dell'intensità potrebbe essere dovuta alla fisiologica perdita di valore delle immobilizzazioni legata all'obsolescenza non coperta da investimenti di rimpiazzo o da nuovi investimenti (supponendo che ricavi delle vendite e capitale circolante rimangano stabili) oppure da una contrazione del CCNC dovuta ad esigenze di liquidità (come è emerso nel capitolo 2). Viceversa una riduzione dell'intensità legata ad un aumento delle vendite indica un recupero di efficienza attraverso un migliore utilizzo della capacità esistente. Per meglio capire la dinamica di questo indicatore è opportuno scomporlo in due indicatori di intensità: **l'intensità di circolante** e **l'intensità di capitale investito**. Il loro significato è analogo a quanto visto sopra e indicano la quantità di capitale (di giro o fisso) necessaria per produrre 100 euro di fatturato.

Analiticamente:

$$\text{intensità di CCNC} = (\text{CCNC} / \text{Ricavi delle vendite}) \times 100$$

$$\text{intensità di CIMM} = (\text{CIMM} / \text{Ricavi delle vendite}) \times 100$$

Il rischio legato all'intensità di capitale circolante viene percepito in modo ritardato rispetto al rischio legato al capitale fisso. E' opportuno ricordare che questi indicatori si basano su valori contabili e quindi l'acquisto di un cespite viene rilevato in modo puntuale, mentre gli effetti economici della sua messa in funzione (aumento dei crediti e del magazzino, aumento dei debiti) si manifestano, e si rilevano, più avanti nel tempo.

Infine, un ultimo indicatore mette a confronto il CCNC e il CIMM (indice d'intensità relativa) e misura le risorse in termini di circolante necessarie ogni 100 euro di capitale fisso investito. Questo indicatore è importante perché molte volte il management richiede risorse ai finanziatori solo per l'ammontare dell'investimento fisso senza considerare che l'acquisto di un nuovo cespite richiede anche materia prima, lavoro, generando crediti verso clienti e debiti verso fornitori, cioè un ulteriore investimento in circolante. Il risultato finale è che, al momento dell'entrata in funzione del bene, l'impresa si trova in carenza di liquidità. Ipotizzando un'intensità relativa pari a 120%, l'azienda che acquista un macchinario del valore di 100.000 euro, dovrebbe richiedere ulteriori 120.000 euro per poter finanziare il circolante. Il calcolo dell'indice è il seguente:

$$\text{intensità relativa di CCNC vs CIMM} = (\text{CCNC} / \text{CIMM}) \times 100$$

Commentiamo ora i risultati dell'analisi condotta sulla provincia di Treviso. La Tabella 4.1 riporta i valori dei quattro indicatori di intensità per il periodo 2004-2009, il valore delle variabili che li determinano e le variazioni annue.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 75

Tabella 4.1 - L'intensità di capitale delle imprese della provincia di Treviso

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
CCNC	9.765.655	10.243.621	9.491.407	8.430.546	7.775.865	7.158.373
variazione annua	-4,67%	7,93%	12,58%	8,42%	8,63%	
CIMM	11.585.391	11.612.788	9.549.997	8.674.396	8.269.005	8.140.125
variazione annua	-0,24%	21,60%	10,09%	4,90%	1,58%	
CIN	21.351.046	21.856.409	19.041.404	17.104.942	16.044.870	15.298.498
variazione annua	-2,31%	14,78%	11,32%	6,61%	4,88%	
Ricavi delle vendite	30.011.021	34.086.038	32.865.127	29.989.366	27.089.086	26.412.471
variazione annua	-11,96%	3,71%	9,59%	10,71%	2,56%	
Intensità di CIN	71,14%	64,12%	57,94%	57,04%	59,23%	57,92%
variazione annua	10,95%	10,67%	1,58%	-3,70%	2,26%	
Intensità di CCNC	32,54%	30,05%	28,88%	28,11%	28,70%	27,10%
variazione annua	8,28%	4,06%	2,73%	-2,07%	5,91%	
Intensità di CIMM	38,60%	34,07%	29,06%	28,92%	30,53%	30,82%
variazione annua	13,31%	17,24%	0,46%	-5,24%	-0,95%	
Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	84,29%	88,21%	99,39%	97,19%	94,04%	87,94%
variazione annua	-4,44%	-11,25%	2,26%	3,35%	6,93%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

E' possibile osservare una stabilità dell'intensità di CIN per gli anni 2004-2007 dovuta ad una crescita allineata delle due variabili. Nel 2008 c'è il primo sostanziale incremento: se negli anni precedenti erano necessari mediamente 58 euro per produrre 100 euro di ricavi delle vendite, nel 2008 ne occorrono 64. Va ricordato che l'aumento di intensità di CIN può essere originato da due fenomeni: un errore valutativo all'atto dell'allestimento di capacità produttiva oppure la presenza di investimenti di nuova realizzazione non ancora entrati completamente a pieno regime produttivo. Nel caso della provincia di Treviso l'incremento è dovuto ad un aumento degli investimenti di espansione e sviluppo²³ negli anni 2007 e 2008 che le aziende non sono riuscite a sfruttare a causa del sopraggiungere della crisi²⁴. L'ulteriore salto avvenuto nel 2009 è da attribuirsi sostanzialmente alla riduzione del fatturato. Analizzando l'andamento delle due determinanti del CIN si nota in primo luogo che fino al 2007 le due variabili contribuivano nello stesso modo alla formazione del capitale investito netto. Nel 2008 e nel 2009 c'è invece una prevalenza del capitale fisso (34% verso 30% per il 2008 e 38,60% verso 32,54% per il 2009) poiché l'allestimento della capacità produttiva non è stato seguito da un incremento della produzione (e di conseguenza del circolante) anzi le imprese, dovendo far fronte al razionamento del credito da parte del sistema bancario, hanno generato liquidità attraverso la riduzione del circolante.

La dinamica dell'intensità relativa è lievemente diversa. Vi è un progressivo incremento del valore nel quadriennio 2004-2007 che da 88 euro di circolante ogni 100 euro di capitale fisso passa a 99 per poi scendere nel 2008 ai livelli 2004 e continuare la discesa nel 2009 fino all'84%. La spiegazione è legata all'andamento del ciclo economico: gli anni 2004-2007 sono stati caratterizzati da una costante espansione economica: si veda l'incremento dei ricavi, che ha sfruttato gli allestimenti di capacità produttiva effettuati nei primi anni del duemila²⁵, mentre nel 2008 è cresciuto il CIMM

²³ Cfr. cap. 2 par. 2.4.

²⁴ Si ricorda che la crisi economica ha colpito le imprese solo nell'ultima parte del 2008 il che ha permesso di chiudere l'esercizio con un incremento, anche se lieve, del fatturato pari al 3,71%. Gli effetti della crisi sono invece ben evidenti nei dati 2009.

²⁵ Cfr. nota a piè di pagina numero 6.

e nel 2009 si è contratto il CCNC per i motivi visti sopra. Il rischio è solo apparentemente diminuito in quanto si è trasferito ad altre variabili. Inoltre vale la pena sottolineare ancora una volta che la crisi economica ha avuto due effetti sul circolante. In primo luogo ha “bloccato” l’effetto ritardo che un investimento in capitale fisso ha sul capitale di giro (si veda sopra) e quindi, nel 2009, agli investimenti degli anni precedenti non ha fatto seguito la normale crescita del circolante. In secondo luogo le aziende hanno ridotto il circolante per trovare la liquidità negata dal sistema bancario. Di conseguenza non è ancora possibile esprimere un giudizio in merito alla dinamica dell’intensità relativa poiché legata alla peculiarità del periodo analizzato. E’ possibile affermare però che se alla ripresa del ciclo economico questo *trend* fosse confermato, le imprese trevigiane avranno sfruttato questa fase congiunturale negativa per riorganizzarsi, aumentando l’efficienza nell’utilizzo del capitale e riducendo il rischio.

E’ interessante ora capire se la crescita avvenuta fra il 2004 e il 2005 sia stata sostenibile finanziariamente e successivamente se la crisi del 2008-2009 abbia minato un’eventuale sostenibilità finanziaria. E’ bene ricordare che se da un lato la crescita genera nuove risorse attraverso l’aumento dei margini operativi lordi, dall’altro assorbe momentaneamente risorse attraverso il circolante. Il tasso di crescita sostenibile è quel tasso di crescita che permette alle imprese di generare risorse sufficienti a sostenere la crescita senza ricorrere al sistema finanziario. Tanto più elevato sarà il suo valore, tanto più finanziariamente indipendente sarà l’azienda. L’indicatore dipende essenzialmente da quattro fattori:

1. intensità di capitale circolante. Maggiore è l’intensità, maggiore saranno le risorse richieste dalla crescita e minore sarà il livello di crescita sostenibile;
2. l’incidenza del MOL sul fatturato. Tanto maggiore è il valore di questo indicatore, tanto maggiore saranno le risorse finanziarie generate e quindi l’indipendenza finanziaria;
3. la fiscalità apparente²⁶ dell’impresa (cioè il rapporto fra le imposte e il reddito ante imposte) in quanto trasferisce risorse dall’impresa all’erario, riducendo le risorse utilizzabili per sostenere la crescita;
4. il MOL che l’impresa già produce: tanto più elevato sarà il MOL tanto maggiore sarà l’indipendenza finanziaria.

La crescita sostenibile rimane tendenzialmente stabile: nei primi quattro anni registra un andamento ad U in quanto diminuisce di circa due punti percentuali fra il 2004 e il 2006 per poi assestarsi al 21,06% nel 2007 (si veda la Tabella 4.2). Le determinanti di questa dinamica sono principalmente l’aumento dell’intensità di CCNC nel 2005-2006 e la crescita del MOL/F unita ad un alleggerimento del peso fiscale nel 2007. Il 2008 è un anno di transizione in quanto la redditività diminuisce (il MOL/F

²⁶ Si parla di fiscalità apparente in quanto la base imponibile IRES e IRAP non coincide con il reddito ante imposte; le aliquote rispettivamente del 27,5% e del 3,9% sono applicate su una base più ampia.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 77

passa da 9,15% a 8,75%), ma è compensata da una riduzione del peso fiscale, mentre cresce l'incidenza del circolante. Il dato del 2009 è molto preoccupante. La riduzione del fatturato e, di conseguenza, dei margini non è stata accompagnata da una stabilità della fiscalità²⁷ il che ha ridotto le risorse disponibili. La riduzione del tasso di crescita sostenibile è ampliata dalla dinamica del circolante che seppur diminuito per generare liquidità, ha subito una diminuzione non proporzionale a quella del fatturato. L'effetto è stato un crollo dell'indice a 10,80%. La preoccupazione è rivolta al futuro. Infatti, il 2009 è stato caratterizzato da un crollo della domanda e da una stretta creditizia superata grazie alle risorse generate negli anni precedenti e alla riduzione del CCNC. Se nel 2010 la crescita non sarà forte e il sistema creditizio non ritornerà a concedere credito, le aziende trevigiane si troveranno in difficoltà poiché non potranno contare né sulle risorse generate negli anni precedenti (si sono dimezzate), né su un'ulteriore contrazione del capitale di giro.

Tabella 4.2 - Stima della crescita finanziariamente sostenibile

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
MOL/F	8,20%	8,75%	9,15%	8,71%	8,96%	8,94%
fiscalità apparente	61,31%	41,64%	45,07%	49,52%	49,54%	48,58%
Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-29,37%	-24,95%	-23,86%	-23,72%	-24,18%	-22,50%
crescita sostenibile finanziariamente	10,80%	20,46%	21,06%	18,53%	18,70%	20,43%
	-47,21%	-2,84%	13,63%	-0,89%	-8,48%	

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Una prima riflessione che deve essere fatta è che la forte espansione economica degli anni 2004-2007 ha creato ulteriori aspettative di crescita fra gli imprenditori trevigiani che hanno quindi deciso di investire ulteriormente per poter soddisfare un mercato non ritenuto ancora saturo. Solitamente per sfruttare a pieno la capacità produttiva si concedono dilazioni di pagamento, gonfiando di fatto il circolante. Questa volta non è stato possibile poiché la crisi finanziaria ha portato con sé da un lato il razionamento del credito e dall'altro una sostanziale caduta della domanda. Le decisioni passate, basate su aspettative non realizzate, hanno introdotto dunque nuovi elementi di rischio che andremo ora ad analizzare.

La decisione di acquistare un nuovo macchinario crea un vincolo all'impresa in quanto essa sarà legata a quella tecnologia per tutta la vita del bene. Questo rappresenta una fonte di rischio in quanto l'impresa potrebbe trovarsi spiazzata da un concorrente che, utilizzando una tecnologia più avanzata, riesce a ridurre il prezzo attraverso il guadagno di efficienza. Il rischio tecnologico è misurato dalla vita residua e 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

²⁷ Il consistente aumento della fiscalità apparente è dovuto alla particolarità dell'IRAP che considera indeducibili i costi del lavoro. Questa voce, rimanendo stabile nel 2009, ha contribuito ad un innalzamento della base imponibile e quindi delle imposte a fronte però di redditi in calo.

sarà più esposta rispetto ad un'azienda che opera in un settore in cui i cambiamenti tecnologici sono meno frequenti.

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

Il valore ottenuto indica il numero degli anni di vita residua del bene. Il lettore 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 ammortamenti. Per un'analisi più accurata e più attenta è possibile applicare l'indicatore a gruppi omogenei di beni o a singoli cespiti. In questo lavoro si è scelto di applicare una versione modificata dell'indicatore in quanto non si dispone di dati affidabili per il valore degli ammortamenti.

$$Vita\ residua = \text{CIMA} / \text{Ammortamenti materiali e immateriali}$$

Vi è una seconda interpretazione di questo indicatore: la vita residua indica in primo luogo il numero di anni necessari per accantonare il MOL necessario a coprire i costi di ammortamento e in secondo luogo il rischio di non riuscire a coprire i nuovi investimenti con le risorse generate nel caso in cui si presentasse una discontinuità tecnologica: tanto più elevata è la vita residua tanto maggiore sarà il rischio patito. Questa accezione ci permette di ovviare al problema dell'utilizzo di dati frutto di congetture contabili in quanto la vita residua è pari a:

$$INV = \sum \frac{MOL}{(1+r)^t}$$

dove:

INV è l'ammontare degli investimenti ed è noto;

MOL ossia il margine operativo lordo anch'esso noto;

r è il rendimento medio settore per settore, ed è noto²⁸;

t rappresenta la durata residua degli impianti che va da 1 a n anni ed è l'unico termine non noto.

Il valore ottenuto indica il numero di anni necessari a coprire il valore dell'investimento attraverso le risorse generate dal MOL. Questa formula, nonostante sia più adeguata al fine del calcolo della vita residua, è di più difficile applicazione in quanto richiede la stima dei flussi di cassa e del tasso *r*.

Vediamo ora i dati relativi al rischio tecnologico nella provincia di Treviso. La Tabella 4.3 mostra un progressivo aumento della vita residua fino al 2008: in 5 anni si è allungata di circa 4 anni. L'aumentare del rischio tecnologico è dettato dagli elevati investimenti di espansione attuati nel triennio 2006-2008. Nel 2009 il rischio tecnolo-

²⁸ Nel paragrafo 4.3 verrà descritto quale tasso utilizzare per attualizzare i flussi di cassa.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 79

gico diminuisce, ma la variazione deve essere attribuita alle problematiche contabili esposte sopra. Infatti, la variazione sostanziale del 2009 deve essere ricondotta a motivazione strettamente fiscali²⁹ in quanto è stata introdotta una deroga all'abrogazione dell'ammortamento anticipato e accelerato³⁰. Le imprese hanno dunque usufruito di questa deroga per ammortizzare in misura maggiore gli investimenti fatti nel 2008: in questo modo la vita residua si è ridotta. Se si ipotizzasse di applicare al 2009 il valore degli ammortamenti del 2008³¹, la vita residua sarebbe stabile a 11,28 anni.

Tabella 4.3 - Vita residua e le sue determinanti

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
CIMM	11.585.391	11.612.788	9.549.997	8.674.396	8.269.005	8.140.125
variazione annua	-0,24%	21,60%	10,09%	4,90%	1,58%	
Totale amm.ti e svalutazioni	1.280.827	1.026.569	1.011.983	961.787	1.064.343	1.083.873
variazione annua	24,77%	1,44%	5,22%	-9,64%	-1,80%	
Vita residua presunta dei cespiti	9,05	11,31	9,44	9,02	7,77	7,51
variazione annua	-20,04%	19,87%	4,63%	16,09%	3,45%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

4.2. L'analisi dei rischi legati alla struttura dei costi

Gli indicatori fin qui presentati misurano l'efficienza nell'uso del capitale, ma non dicono nulla sulla rischiosità derivante dalle scelte di struttura dei costi. Scegliere se esternalizzare o meno il processo produttivo, produrre beni ad alto o basso margine, implica esposizioni diverse alle dinamiche delle variabili economiche e di conseguenza reazioni differenti. Con l'ausilio di alcuni indicatori di sensibilità chiamati "leve" è possibile capire l'esposizione dell'azienda al rischio di quantità, di prezzo e finanziario.

Il primo indicatore è denominato **Grado di Leva Operativa (GLO)** e misura l'esposizione al rischio di ciclo economico, cioè misura la variazione del reddito operativo al variare delle quantità vendute. Si ricorda che il reddito operativo è dato dalla differenza fra ricavi operativi (il fatturato) e costi operativi che possono essere distinti fra costi variabili e costi fissi. Questi ultimi influenzano gli effetti sui margini operativi di una diminuzione delle quantità vendute dovuta ad una fase negativa del ciclo economico. Il GLO mette dunque in relazione il reddito operativo con i costi fissi e indica di quanto esso varierà in termini percentuali al diminuire dell'1% delle quantità, a parità di ogni altra condizione. Analiticamente:

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

²⁹ Dall'analisi dei flussi descritta nel capitolo 2 è emerso che non vi sono stati investimenti di espansione e di conseguenza non vi sono stati nuovi beni da ammortizzare.

³⁰ Si veda la nota a piè di pagina numero 14.

³¹ Questa semplificazione è possibile in quanto nel 2009 non sono stati effettuati investimenti di espansione e sviluppo, la variazione del CIMM è frutto esclusivamente di investimenti di rimpiazzo.

Il margine di contribuzione è pari alla differenza fra il fatturato e i costi variabili e rappresenta il margine destinato a coprire i costi fissi. Il calcolo della leva operativa impone di individuare i costi fissi che possono variare da impresa ad impresa. Nella nostra analisi questo non è possibile, si è quindi scelto di considerare costi fissi quei costi che difficilmente possono essere ridotti perché determinati da scelte passate non facilmente comprimibili quali: ammortamenti, costo del lavoro e costi per il godimento di beni di terzi. Le ipotesi implicite in questo ragionamento sono: (1) costanza dei prezzi di vendita al variare delle quantità vendute, cosicché una variazione percentuale di dette quantità determina la medesima variazione nel fatturato; e (2) vendita totale delle quantità prodotte. Se si ipotizza un valore della leva operativa pari a 4 significa che a fronte di una diminuzione delle quantità dell'1%, il reddito operativo diminuirà del 4%. Questo indicatore è affidabile per variazioni contenute delle quantità. Le società con un livello più elevato di costi fissi subiranno quindi una maggiore variazione del reddito operativo. Vediamolo attraverso un semplice esempio.

Si consideri il caso di due aziende X e Y che presentano il seguente conto economico:

Azienda	X	Y
Quantità	100	100
Prezzo di vendita	10	10
Costi variabili unitari	6	2
Ricavi di vendita	1.000	1.000
Costi variabili totali	600	200
Margine di contribuzione	400	800
Costi Fissi	200	600
Reddito operativo	200	200

La società X è caratterizzata da costi variabili più elevati, mentre la società Y presenta maggiori costi fissi; la leva operativa della società X è pari a 2 ($400/200$), mentre la società Y ha una leva pari a 4.

Ipotizzando che per qualche ragione le quantità vendute diminuiscano del 5% e quindi che i Ricavi di Vendita passino da 1.000 euro a 950 euro, il conto economico delle due società sarà il seguente:

Azienda	X	Y
Quantità	95	95
Prezzo di vendita	10	10
Costi variabili unitari	6	2
Ricavi di vendita	950	950
Costi variabili totali	570	190
Margine di contribuzione	400	760
Costi Fissi	200	600
Reddito operativo	180	160

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 81

In questa simulazione il Reddito Operativo della società X subisce una diminuzione del 10% (2x5%), mentre quello della società Y diminuisce del 20% (4x5%).

Il secondo indicatore, il **grado di leva di Prezzo (GLP)** misura invece l'esposizione al rischio di elasticità della domanda indicando di quanto dovrebbe variare la quantità prodotta e venduta in seguito ad una riduzione del prezzo per poter mantenere inalterato il reddito operativo. Analiticamente:

$$\Delta^+ P * q_0 \leq (p_1 - cv) * \Delta^+ Q$$

dove:

$\Delta^+ P = p_1 - p_0$: variazione negativa dei prezzi di vendita;

q_0 : quantità vendute al tempo 0;

p_1 : nuovo prezzo di vendita;

cv : costi variabili unitari;

$\Delta^+ Q = p_1 - p_0$: variazione positiva delle quantità vendute.

Risolviendo per ΔQ si ottiene la grandezza desiderata:

$$\Delta^+ Q \geq (\Delta^+ P * q_0) / (p_1 - cv)$$

Di qui si procede alla determinazione della Leva di Prezzo rapportando la variazione percentuale delle quantità vendute alla variazione percentuale del prezzo di vendita:

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

Per questo motivo questo indice di sensibilità è anche conosciuto come "elasticità della domanda implicita nella struttura dei costi", implicitamente 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 mercato³² in cui l'impresa compete per poter capire se la manovra sui prezzi avrà effetti positivi oppure no. Si pensi ad un'impresa con un grado di leva di prezzo pari a 3 che fronteggia una curva di domanda con elasticità pari a 4. In questo caso una riduzione dell'1% del prezzo provocherebbe un aumento del 4% delle quantità vendute e quindi un aumento del reddito operativo³³. Se l'elasticità fosse invece di 2, la riduzione del prezzo comporterebbe una diminuzione del reddito operativo perché l'aumento delle quantità sarebbe insufficiente a compensare la riduzione del prezzo. Per questo indice, al pari delle leva operativa, vale la condizione *ceteris paribus*. Questo implica che l'impresa

³² L'elasticità della domanda indica la variazione della quantità al variare del prezzo ($\Delta Q / \Delta P$).

³³ Il reddito operativo aumenta perché per mantenerlo costante era sufficiente un aumento delle quantità del 3%. La manovra sui prezzi comporta invece un aumento del 4%.

deve avere capacità produttiva in eccesso che può essere prontamente sfruttata. In caso contrario si dovrebbe allestire nuova capacità, cambiando la struttura dei costi e di conseguenza il valore di GLP.

Riprendiamo l'esempio precedente e analizziamo gli effetti della diminuzione del prezzo dell'10%:

Azienda	X	Y
Quantità	100	100
Prezzo di vendita	9	9
Costi variabili unitari	6	2
Ricavi di vendita	900	900
Costi variabili totali	600	200
Margine di contribuzione	300	700
Costi Fissi	200	600
Reddito operativo	100	100

X:

$$\Delta^+Q \geq (\Delta \cdot P * q_0) / (p_1 - cv) = (1 * 100) / (9 - 6) = 33,33$$

Y:

$$\Delta^+Q \geq (\Delta \cdot P * q_0) / (p_1 - cv) = (1 * 100) / (9 - 2) = 14,29$$

$$GLP_X = (33/100) / (1/10) = 3,33$$

$$GLP_Y = (14,29/100) / (1/10) = 1,43$$

I risultati ottenuti possono essere interpretati in questo modo: per la società X una riduzione del 10% nei prezzi di vendita deve produrre un incremento delle quantità vendute pari al 33,33% affinché il Reddito Operativo non cambi. Per l'azienda Y, invece, l'aumento delle quantità vendute deve essere pari al 14,29%.

Ciò accade dal momento che la produzione di quantità aggiuntive per l'impresa Y ha un costo minore rispetto a quello che deve sostenere l'impresa X, in considerazione del fatto che i costi variabili unitari per unità di prodotto sono più contenuti. La società X, al contrario, fronteggerà un costo di produzione delle quantità aggiuntive ben superiore, a causa del peso più consistente dei costi variabili, costringendo l'azienda a sforzi maggiori sul fronte delle quantità vendute per mantenere il reddito operativo originario.

L'analisi dei rischi derivante dai costi è completata con il calcolo di due leve: il **grado di leva finanziaria (GLF)** e il **grado di leva combinata (GLC)**. La prima misura la sensibilità della differenza fra redditi operativi e oneri finanziari rispetto a una variazione del reddito operativo, qualunque sia la causa che la ha indotta (ovvero: prezzo o quantità).

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 83

Il GLF moltiplica gli effetti della variabilità dei redditi operativi: per ogni punto percentuale di variazione del reddito operativo indotto dalla leva operativa assisteremo alla dinamica prescritta dalla leva finanziaria. Per questo motivo è utile calcolare il GLC che è pari al prodotto fra GLF e GLO³⁴. Supponendo di avere un GLO di 3 ed un GLF di 2, la variazione dell'1% delle quantità vendute genererebbe una variazione del 6% del reddito di competenza. Analiticamente:

$$GLF = \text{Reddito Operativo} / (\text{Reddito Operativo} - \text{Oneri finanziari})$$

$$GLC = GLO * GLF$$

Vediamo i risultati dell'applicazione delle leve sul nostro campione. Iniziamo analizzando il GLO. La Tabella 4.4 riporta i valori della leva operativa e delle sue determinanti. Il quoziente è pari a 5,14 nel 2004 (questo indica che un calo del fatturato per quantità del 20% avrebbe azzerato il reddito operativo) e diminuisce progressivamente fino al 2007 arrivando ad un minimo di 3,86. Nel 2008 c'è un primo salto a 4,10 e nell'anno successivo arriva a 6,15 (+50%). Entriamo nei dettagli di queste variazioni. La progressiva riduzione è dettata dal costante incremento del reddito operativo nel quadriennio 2004-2007. La fase di espansione economica ha permesso di sfruttare la capacità produttiva allestita negli anni precedenti riducendo l'impatto dei costi fissi (i costi fissi variano in misura meno che proporzionale rispetto al reddito operativo). Nel 2008 il contagio della crisi finanziaria all'economia reale inizia a mostrare i suoi effetti: vi è un rallentamento della crescita del margine di contribuzione a fronte di un rallentamento meno marcato dei costi fissi. Di conseguenza il reddito operativo diminuisce del 2% circa. Il 2009 descrive molto bene le conseguenze di una crisi di domanda: il fatturato diminuisce del 13%, i costi operativi totali diminuiscono dell'12% circa, ma il reddito operativo crolla del 40%. La causa è da ricercarsi nella dinamica dei costi fissi che in quanto tali, non aumentano (non si fanno nuovi investimenti in beni strumentali, non si assume nuovo personale) né diminuiscono. La dinamica delle voci che compongono i costi fissi è particolare: gli ammortizzatori sociali e la scarsa flessibilità del mercato del lavoro mantengono il costo del personale stabile; il valore del godimento dei beni di terzi diminuisce perché è ragionevole supporre che i contratti a scadenza non siano stati sostituiti da quelli nuovi; discorso a parte va fatto per gli ammortamenti. La variazione sostanziale del 2009 deve essere ricondotta a motivazioni strettamente fiscali (come già spiegato). Nella Tabella 4.4 sono riportati infine i valori relativi alla media e alla deviazione standard del GLO delle singole società del campione. Infatti l'analisi aggregata ha l'effetto di compensare i valori anomali; conoscere queste due statistiche permette di valutare in modo più attento la dinamica di questo indicatore. Il rischio di quantità segue un andamento analogo, anche se con valori più alti, a quello applicato al campione. Nel 2004 il valore medio si attestava a 6,79 mentre nel 2009 è salito fino a 8,44. Per quanto riguarda la volatilità dei valori di GLO c'è stato una progressiva ridu-

³⁴ Un simile calcolo non si può svolgere per la leva prezzo in quanto GLP indica quale dovrebbe essere il recupero di quantità necessario all'impresa: dunque la combinazione fra GLP e GLF richiede preventivamente di sapere quanto l'impresa non riuscirà a realizzare delle prescrizioni numeriche del GLP.

zione fino al 2006, per poi aumentare fino a toccare 10,14 nel 2009. Ciò significa che nel 68% dei casi la leva è compresa fra -1,70 e 18,58. La crisi ha portato quindi ad un aumento della rischiosità operativa nelle imprese i cui margini sono legati alle quantità.

Tabella 4.4 - Margine di contribuzione e grado di leva operativo

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Totale Valore della produzione	30.425.304	35.065.733	33.956.664	30.788.178	28.099.073	27.276.266
variazione annua	-13,23%	3,27%	10,29%	9,57%	3,02%	
Totale costi della produzione	29.245.471	33.110.606	31.962.510	29.138.663	26.735.667	25.998.089
variazione annua	-11,67%	3,59%	9,69%	8,99%	2,84%	
godimento beni di terzi	847.062	1.014.568	851.283	731.947	775.597	964.120
variazione annua	-16,51%	19,18%	16,30%	-5,63%	-19,55%	
costi per il personale	3.943.583	4.013.951	3.844.132	3.612.279	3.292.559	3.238.220
variazione annua	-1,75%	4,42%	6,42%	9,71%	1,68%	
Totale amm.ti e svalutazioni	1.280.827	1.026.569	1.011.983	961.787	1.064.343	1.083.873
variazione annua	24,77%	1,44%	5,22%	-9,64%	-1,80%	
TOTALE COSTI FISSI	6.071.472	6.055.088	5.707.398	5.306.013	5.132.499	5.286.213
variazione annua	0,27%	6,09%	7,56%	3,38%	-2,91%	
MDC	7.251.305	8.010.215	7.701.552	6.955.528	6.495.905	6.564.390
variazione annua	-9,47%	4,01%	10,73%	7,08%	-1,04%	
RO	1.179.833	1.955.127	1.994.154	1.649.515	1.363.406	1.278.177
variazione annua	-39,65%	-1,96%	20,89%	20,89%	6,67%	
GLO	6,1460	4,0970	3,8621	4,2167	4,7645	5,1357
variazione annua	50,01%	6,08%	-8,41%	-11,50%	-7,23%	
media campione	8,44	6,72	5,83	6,01	6,64	6,79
deviazione standard del campione	10,14	7,93	6,55	6,05	7,29	7,75

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

NOTA METODOLOGICA

Il calcolo del grado di leva operativa presenta due criticità:

- si mettono a rapporto due voci reddituali che possono assumere valori sia positivi che negativi. In particolare, se la società che si sta analizzando ha un margine di contribuzione negativo, avrà di conseguenza anche un reddito operativo negativo. Il valore del GLO sarà però positivo. Se matematicamente questo è possibile, dal punto di vista economico il valore ottenuto non è attendibile.
- nel caso in cui il margine di contribuzione non sia sufficiente a coprire i costi fissi, si ottiene un valore di GLO negativo (reddito operativo negativo). Anche in questo caso i valori non sono economicamente attendibili perché una diminuzione delle quantità provocherebbe un aumento del reddito operativo. Ipotizziamo che un'impresa abbia un GLO di -2 e un reddito operativo di -20, un calo delle quantità del 5% causerebbe un aumento del reddito operativo del 10% (-2%*-5).

Per questo motivo il calcolo della media e della dispersione del GLO è stato applicato ad un campione depurato dalle imprese che presentavano margini di contribuzione negativi e da quelle con valori dell'indicatore minori di zero. Inoltre sono state eliminate anche le società con valori superiori a 100 in quanto valori determinati da anomalie delle due variabili. Il campione, dopo questi aggiustamenti, conta 1.783 elementi.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 85

Tabella 4.5 riporta i valori della leva di prezzo. Essa è sostanzialmente stabile nel corso degli anni: i valori oscillano tra 4,23 e 4,55. Una contrazione dell'1% dei prezzi richiederebbe un aumento del fatturato in termini di quantità pari a 1,295 miliardi di euro. La media campionaria, seppur più alta di quella aggregata, mostra anch'essa stabilità nei valori come confermato anche dal dato della deviazione standard³⁵.

Tabella 4.5 - Il grado di leva di prezzo

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Aumento compensativo di fatturato in quantità	1.295.693	1.514.936	1.464.982	1.351.279	1.178.822	1.107.285
GLP	4,36	4,49	4,50	4,55	4,40	4,23
variazione annua	-2,86%	-0,29%	-1,07%	3,54%	3,80%	
media campione	5,44	5,54	5,57	5,62	5,55	5,68
deviazione standard del campione	6,56	6,34	6,34	6,41	6,25	6,59

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Vediamo ora i risultati relativi alla leva finanziaria. La Tabella 4.6 evidenzia una stabilità nella leva finanziaria per gli anni 2004-2007 attorno a 1,50 e un salto a 1,61 nel 2008; valore confermato nel 2009 (1,66). La costanza dei dati nel primo quadriennio indica che alla crescita dei margini ha fatto seguito una proporzionale crescita dei finanziamenti. Nel 2008 il rischio finanziario è aumentato perché da un lato le imprese hanno dovuto pagare oneri finanziari più alti dovuti al rialzo dei tassi EURIBOR, dall'altro c'è stata una riduzione dei redditi operativi. Il 2009 è stato caratterizzato dalla stretta creditizia (si veda il capitolo 2, parr. 2.3 e 2.4) e dalla riduzione dei tassi di interesse che hanno permesso di ridurre il valore degli oneri finanziari in conto economico. Il rischio finanziario è dunque aumentato perché sono diminuiti i margini operativi destinati in parte a remunerare i finanziatori.

Tabella 4.6 - Leva finanziaria e leva combinata

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Interessi e altri oneri finanziari	471.140	738.405	630.762	544.973	420.716	419.552
variazione annua	-36,19%	17,07%	15,74%	29,53%	0,28%	
Costo medio contabile del debito	3,67%	5,52%	5,10%	4,83%	3,91%	4,10%
RO-OF	708.693	1.216.722	1.363.392	1.104.542	942.690	858.628
variazione annua	-41,75%	-10,76%	23,44%	17,17%	9,79%	
GLF	1,66	1,61	1,46	1,49	1,45	1,49
variazione annua	3,60%	9,86%	-2,06%	3,26%	-2,84%	
GLC	10,23	6,58	5,65	6,30	6,89	7,65
variazione annua	55,42%	16,55%	-10,30%	-8,61%	-9,87%	

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

La leva combinata ha un andamento ad U analogo a quello della leva operativa. Il dato del 2009 desta alcune preoccupazioni in quanto una riduzione del 10% delle quantità porterebbe l'economia in perdita. Il grado di leva combinata interessa principalmente i portatori di capitale di rischio poiché agisce sui margini al netto degli oneri finanziari. Gli aumenti della leva combinata potrebbero in prima battuta disincentivare la raccolta di capitale di rischio nel caso in cui non fossero accompagnati da au-

³⁵ Il campione è stato depurato dei valori negativi e di quelli superiori a 100 e conta 2869 imprese.

menti nella redditività e in seconda battuta rendere più difficoltosa la raccolta di capitale di debito.

Possiamo concludere che, seppur il rischio operativo sia aumentato a causa della crisi di domanda giunta dopo un periodo di forti investimenti in capitale fisso, la situazione complessiva non è allarmante in quanto la leva di prezzo risulta essere stabile come pure la leva finanziaria. Il ritorno alla crescita dovrebbe far rientrare ai livelli normali le criticità evidenziate in queste pagine.

4.3. *L'analisi degli orizzonti impliciti alle decisioni imprenditoriali*

Le misure di rischio presentate fino a qui fanno riferimento al breve termine. Il rischio andrebbe gestito anche nel lungo termine. In questo caso la variabilità di prezzi e quantità vendute non è una fonte di rischio, ma una componente "naturale" della dinamica economica. Questa variabilità deve essere però compatibile con le scelte relative alla struttura degli attivi e dei passivi.

Il rischio di lungo periodo può essere misurato attraverso il calcolo dei c.d. orizzonti temporali "impliciti" nelle scelte di struttura adottate dall'impresa³⁶. Con questa espressione si intende il numero di anni necessari a ripagare un determinato capitale dati i tassi presenti sul mercato e i redditi generati dall'impresa. L'indicatore può essere applicato sia dal lato degli attivi che dal lato dei passivi.

La *duration implicita degli attivi* indica il numero di anni necessari per ammortizzare il capitale investito immobilizzato (CIMM), data la redditività corrente prodotta (MOL oppure RO) e il costo medio del capitale investito presente nel mercato (tasso soglia). Tanto maggiore sarà il valore, tanto più elevato sarà il rischio patito dall'impresa. Dal lato dei passivi troviamo la *duration implicita dei passivi* che rappresenta il numero di anni necessari per rimborsare il debito finanziario ipotizzando di destinare tutto il MOL alla copertura del debito. Il tasso soglia utilizzato è il costo medio del capitale di debito, cioè il tasso mediamente pagato dall'impresa sul totale dei debiti. I due indicatori devono essere poi confrontati fra loro per capire quanto rischio è in capo all'azienda e quanto in capo ai finanziatori. Se, infatti, la *duration degli attivi* è superiore a quella dei passivi significa che il capitale di debito non riesce a coprire totalmente il capitale investito, di conseguenza la differenza graverà su chi ha apportato capitale di rischio. L'indicatore utilizzato è il c.d. *duration-gap* cioè la differenza fra le due *duration*; al crescere del tempo cresce il rischio legato al fattore tempo che l'azienda non è riuscita a trasferire ai finanziatori a causa di una raccolta di capitali inadeguata. Il gap temporale deve però essere rapportato al peso del debito sugli attivi in quanto un valore del gap elevato potrebbe essere trascurabile nel caso in cui il debito sia di proporzioni poco

³⁶ La stima di questi indicatori si basa sul concetto di "costo d'uso del capitale" (UCC). Si veda Keynes, J. M. "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta", UTET, 1970.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 87

rilevanti. L'indicatore utilizzato è pari al quoziente fra le due *duration* moltiplicato per il rapporto fra debito e attivi dell'impresa.

NOTA METODOLOGICA

Il tasso soglia è rappresentato dal costo del capitale calcolato con il CAPM (Capital Asset Pricing Model) per cui:

$$R = R_f + \beta * \text{Premio al rischio}$$

Il rendimento del capitale dipende da un tasso privo di rischio (generalmente il rendimento dei titoli di stato), da un indicatore di rischio (β) e da un premio al rischio (la differenza fra il rendimento dell'indice di mercato e il tasso privo di rischio).

Nella nostra analisi si è scelto di applicare un tasso differente per ogni anno di analisi in quanto le condizioni che determinano il premio al rischio e il livello dei tassi si sono sensibilmente modificate nel corso degli anni. Nel dettaglio:

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Premio al rischio	9,00%	7,00%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Tasso privo di rischio	1,87%	2,44%	4,03%	3,83%	2,86%	2,69%
Beta	1	1	1	1	1	1
tasso soglia	10,87%	9,44%	9,53%	9,33%	8,36%	8,19%

Il premio al rischio varia da un 5,5% ad un 9% poiché nei periodi di crisi, aumenta l'avversione al rischio degli investitori e di conseguenza il premio. In particolar modo nel 2009 l'avversione era ai massimi e quindi si è scelto il livello più alto. Il tasso di interesse è pari al rendimento dei bond europei (rating AAA) con maturity residua di 3 anni. Il beta è pari alla media dei beta settoriali ponderata per il valore dei mezzi propri.

Fonti:

tassi di interesse: BCE

beta: Cost of Capital Center - Ibbotson ed. 2010

Premi per il rischio: Mehra, Rajnish e Prescott, Edward C. 1985, *The Equity Premium: A Puzzle*, Journal of Monetary Economics, v15, 145-61.

La Tabella 4.7 riporta i risultati ottenuti per l'economia trevigiana. La *duration implicita degli attivi* è stabile nei primi quattro anni di analisi, mentre aumenta di un anno e mezzo nel 2008 e balza ad 11,86 anni nel 2009 a causa della contrazione del MOL e dell'aumento del rischio che ha determinato l'aumento del tasso soglia. La *duration implicita dei passivi* è invece stabile fino al 2008 e poi cresce, ma in misura meno che proporzionale rispetto al dato degli attivi nel 2009 assestandosi a 8,5. La variazione più contenuta è dovuta al fatto che la riduzione del MOL è stata accompagnata da una riduzione dei tassi e dell'indebitamento delle imprese.

Tabella 4.7 - Duration implicite e squilibri temporali

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
tasso soglia	10,87%	9,44%	9,53%	9,33%	8,36%	8,19%
Duration implicita nell'RO steady state	24,96	15,42	14,25	15,48	17,56	17,86
Duration implicita degli attivi	11,86	7,84	6,60	6,96	6,89	6,95
Costo medio contabile del debito	3,67%	5,52%	5,10%	4,83%	3,91%	4,10%
Duration implicita dei passivi	8,51	7,78	7,55	7,91	7,80	7,67
Duration gap attivo/passivo	3,34	0,07	-0,94	-0,95	-0,91	-0,72
Quoziente duration passiva/duration attiva	0,72	0,99	1,14	1,14	1,13	1,10
Indice di indebitamento passivo/CIMM	1,11	1,15	1,29	1,30	1,30	1,26
Fattore di squilibrio temporale	1,54	1,16	1,13	1,14	1,15	1,14

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Le aziende trevigiane sono quindi riuscite a finanziarsi adeguatamente sul mercato fra il 2004 e il 2007 (il gap fra attivo e passivo è negativo e quindi favorevole agli investitori in capitale di rischio), supportate dalle buone prospettive di crescita. Nel momento in cui si è manifestata la crisi finanziaria è diventato però più difficile ottenere credito dal sistema bancario e questo ha costretto gli apportatori di capitale di rischio a colmare il gap esistente (circa 3 anni nel 2009). Il progressivo incremento del fattore di squilibrio temporale conferma quanto detto.

Gli squilibri che si presentano dovrebbero essere corretti utilizzando le variabili di manovra più volte richiamate in questo lavoro: redditività operativa, circolante e crescita. Il confronto fra *duration implicita degli attivi* e vita residua permette di capire se sia possibile un riallineamento. La vita residua, infatti, dà un'informazione economica sull'orizzonte temporale entro cui le aziende dovrebbero rimanere competitive e realizzare margini grazie alla tecnologia in uso, mentre la *duration* dà un'informazione finanziaria sul numero di anni in cui l'impresa riuscirà a coprire gli investimenti fatti con i margini prodotti³⁷. Nel caso in cui la vita residua fosse inferiore alla durata degli attivi, l'impresa sarà costretta ad utilizzare beni obsoleti in quanto non sarà riuscita ad accantonare sufficienti margini per sostituirli con nuova tecnologia. In caso contrario, una vita residua superiore indica la capacità dell'azienda di generare margini adeguati per autofinanziare i beni immobilizzati al termine della loro vita utile o addirittura di sostituirli anzitempo in caso di una discontinuità tecnologica, rimanendo competitiva.

Le evidenze che emergono dai risultati proposti nella Tabella 4.8 sono di buon auspicio in quanto la vita residua è pari o superiore alla duration implicita degli attivi con eccezione per il 2009 in cui vi è una differenza di tre anni. Le buone notizie giungono sia dal fronte dei passivi che da quello degli attivi. Il MOL già prodotto negli anni passati è stato sufficiente per coprire il debito in quanto il moltiplicatore decresce in modo sostanziale dal 2004 al 2008; nel 2009 c'è stato sì un aumento di 20 punti percentuali del moltiplicatore, ma è rimasto comunque sotto l'unità: è necessario solo il 95% del MOL prodotto nel 2009 per riuscire a rimborsare il debito (del 2009) nei successivi 9 anni (vita residua del 2009). Dal lato degli attivi, l'indicatore di ri-allineamento diminuisce in modo costante e significativo. Il 2009 è contraddistinto, però, da un aumento di 37 punti percentuali: risulta ora necessario un aumento del MOL del 16% per

³⁷ Le considerazioni si basano sull'ipotesi che tutte le altre variabili rimangano invariate.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 89

ritornare ad un livello di equilibrio. Possiamo affermare che questo aumento di redditività sarà sostenibile in futuro non appena la fase congiunturale negativa, che ha contraddistinto il 2009, sarà superata: il peggioramento dei risultati non è di carattere strutturale bensì transitorio.

Tabella 4.8 - Ri-allineamento del debito e degli attivi

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Duration ipotizzata	9,05	11,31	9,44	9,02	7,77	7,51
MOL debito compatibile con duration ipotetica	2.336.933	2.236.170	2.511.134	2.347.691	2.437.047	2.404.542
Moltiplicatore del MOL per il riallineamento del debito	0,95	0,75	0,84	0,90	1,00	1,02
MOL CIMM compatibile con duration ipotetica	2.862.377	2.364.559	2.356.165	2.185.126	2.223.343	2.229.195
Moltiplicatore del MOL per il riallineamento degli attivi	1,16	0,79	0,78	0,84	0,92	0,94

Valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

4.4. Dall'analisi dei rischi elementari all'analisi del rischio aziendale complessivo

Nelle pagine precedenti si è discusso di come misurare il rischio all'interno dell'azienda, ma che cos'è il rischio e da che cosa deriva? Proviamo in queste pagine a dare una risposta a tali quesiti e a mettere un po' d'ordine tra le varie accezioni date alla parola "rischio". Un'espressione molto comune nel mondo anglosassone dice che "il rischio compete a Dio e agli ingegneri": il rischio dunque è un fattore esogeno, da gestire ex-post (ovvero dopo che il danno si è manifestato), con strumenti di natura tecnica. I rischi in realtà non competono solo a Dio e agli ingegneri, ma anche agli imprenditori che devono gestirli attraverso le loro competenze alla stregua degli altri fattori della produzione. Analizziamo ora le differenti tipologie di rischio.

La prima classe è formata dai rischi elementari ovvero tutti quei rischi per cui vi è un legame diretto fra la causa e l'effetto. Ad esempio, se ho sottoscritto un mutuo a tasso variabile, l'aumento dei tassi di riferimento farà aumentare la rata da rimborsare. In questo caso la causa è data la variabilità dei tassi di interesse, l'effetto è l'aumento della rata del mutuo. In ambito produttivo, se sono un'impresa che lavora il petrolio per fabbricare prodotti in plastica, l'aumento del costo del petrolio aumenta i costi delle materie prime (causa: aumento del prezzo della materia prima, effetto: aumento dei costi). I rischi elementari dipendono dalla variabilità di molteplici fattori; fra i più comuni ricordiamo: i tassi di cambio, i tassi di interesse, il prezzo delle materie prime, l'inflazione, le vendite, l'incendio, il furto.

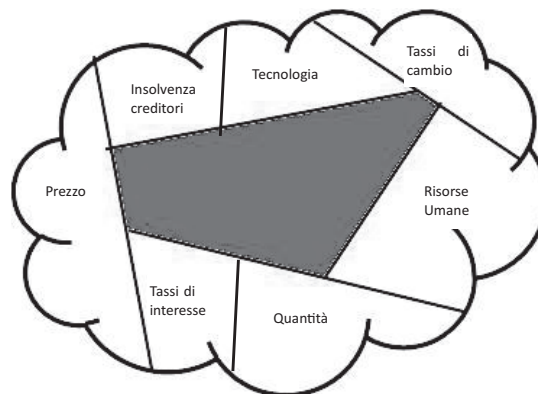
I rischi elementari, interagendo fra loro e con la struttura aziendale (risorse umane, obiettivi, capitali, strutture organizzative), danno vita ai rischi aziendali. In questo caso vi è un legame fra causa ed effetto sia diretto che indiretto: la variabilità di un fattore determina la variabilità di altri fattori che apparentemente non sono collegati.

Ricorrendo ad alcune nozioni statistiche è possibile associare al concetto di rischio elementare, la misura statistica della varianza e al concetto di rischio aziendale la c.d. covarianza che indica come si muove una variabile casuale al cambiare di un'altra variabile casuale. Dati N rischi elementari, ci saranno N varianze e $N^2 - N$ covarianze (ovvero i rischi aziendali); eliminando un rischio elementare non si eliminerà solo la varianza, ma anche le covarianze ad esso associate (si veda Figura 4.1).

Figura 4.1 - La matrice di varianza e covarianza

	1	2	3	4	5
1	$\sigma^2_{1,1}$	$\sigma_{1,2}$	$\sigma_{1,3}$	$\sigma_{1,4}$	$\sigma_{1,5}$
2	$\sigma_{2,1}$	$\sigma^2_{2,2}$	$\sigma_{2,3}$	$\sigma_{2,4}$	$\sigma_{2,5}$
3	$\sigma_{3,1}$	$\sigma_{3,2}$	$\sigma^2_{3,3}$	$\sigma_{3,4}$	$\sigma_{3,5}$
4	$\sigma_{4,1}$	$\sigma_{4,2}$	$\sigma_{4,3}$	$\sigma^2_{4,4}$	$\sigma_{4,5}$
5	$\sigma_{5,1}$	$\sigma_{5,2}$	$\sigma_{5,3}$	$\sigma_{5,4}$	$\sigma^2_{5,5}$

Abbiamo affermato che il rischio deve essere gestito dall'imprenditore, in che modo? La Figura 4.2 rappresenta l'interazione dei rischi all'interno dell'azienda.

Figura 4.2 - L'interazione dei rischi all'interno dell'azienda

L'area scura rappresenta il modo in cui i rischi elementari interagiscono fra loro e con la struttura aziendale. Gestire il rischio significa modificare la zona scura attraverso l'eliminazione dei rischi o la loro ridefinizione. Ci sono almeno due strade per poterlo fare: il mercato o l'azienda. Nel caso in cui i rischi elementari o i rischi aziendali siano ampiamente diffusi fra gli operatori (es. rischio di incendio, di tasso, di cambio) è possibile ricorrere al mercato e, attraverso l'acquisto di una copertura (polizza assicurativa, contratto derivato), trasferire il rischio su un altro soggetto. In questo caso si parla di rischi di mercato. Il più delle volte però i rischi sono specifici dell'azienda e non è possibile trovare una copertura sul mercato. E' necessario allora ricercare all'interno dell'organizzazione la soluzione più adatta. Inoltre l'imprenditore deve valutare il rapporto costi-benefici alla luce delle soluzioni presenti sul mercato e di quelle interne. Ad esempio, un'impresa che vanta un elevato potere contrattuale nei confronti dei clienti, potrebbe scegliere di ridurre il rischio di credito richiedendo il pagamento anticipato anziché ricorrere a una copertura assicurativa. Gestire il rischio richiede all'imprenditore di prendere decisioni adeguate alla struttura aziendale e che, in tale modo, permettano di creare ulteriore valore.

5. Dall'economia ai singoli comparti: analisi dei settori

Nelle pagine precedenti si è ampiamente discusso dello stato di salute dell'aggregato "provincia di Treviso", quale somma dei singoli comparti che lo compongono. L'economia trevigiana, caratterizzata da piccole-medie imprese (il 60% ha meno di 15 dipendenti, un fatturato inferiore ai 4 milioni di euro e un attivo patrimoniale al di sotto di 5 milioni di euro), ha goduto di buona salute nel quadriennio 2004-2007. L'espansione economica vissuta in quegli anni ha spinto le imprese a continuare a investire in nuovi beni immobili con l'appoggio finanziario del sistema creditizio. L'inaspettata crisi finanziaria ha messo, però, a dura prova le società della Marca. Il biennio 2008-2009 è stato, infatti, caratterizzato, in *primis*, da un brusco rallentamento della crescita (il tasso di crescita dei ricavi di vendita passa da un +10% nel 2007 ad un +3% nel 2008) e, successivamente, da un crollo delle vendite (-13%) e dei redditi operativi e netti (RO -40%; utile netto -60%)³⁸. Il tutto è stato accompagnato da un razionamento del credito che ha costretto le aziende a contrarre il capitale circolante per trovare la liquidità mancante. La caduta dei redditi e l'elevato valore degli investimenti fissi fatti negli anni precedenti e non entrati a regime a causa della recessione, hanno ridotto di oltre un terzo la redditività operativa (ROS passa dal 5,7% nel 2008 al 3,9% nel 2009, il ROC da 8% a 4,93%) e quella netta (ROE passa da 7,8% a 3,9%)³⁹. Sotto il profilo del rischio, la crisi economica ha portato ad un generale aumento dei rischi legati al capitale (l'intensità di CIN aumenta del 23% circa nel biennio 2008-2009), alle quantità (la leva operativa varia da 4,1 a 6,14 fra il 2008 e il 2009), alle durate degli attivi e dei passivi (il fattore di squilibrio temporale, stabile a 1,14 fra il 2004 e il 2008, salta a 1,56 nel 2009)⁴⁰.

Nelle pagine che seguono verrà invece analizzato lo stato di salute dei singoli comparti economici confrontandolo prima con l'aggregato economia secondo lo schema presentato in queste pagine (analisi finanziaria, della redditività e del rischio) e poi studiando più dettagliatamente cinque settori afferenti ciascuno a una delle cinque categorie individuate dallo studioso Keith Pavitt (la c.d. tassonomia di Pavitt). Per uno studio più approfondito degli altri comparti si rimanda invece alle schede settore presenti in appendice.

5.1. Analisi del posizionamento dei settori rispetto ai singoli comparti

I risultati dell'indagine condotta sul campione aggregato, fotografando l'economia nel suo complesso, hanno il limite di rappresentare valori medi e, di conseguenza, eliminare le peculiarità che caratterizzano i comparti. Ad esempio, un reddito operativo della provincia di Treviso positivo, può essere dovuto ad un reddito operativo molto negativo di un settore controbilanciato da più settori con risultati operativi positivi. Appare

³⁸ Cfr. cap. 2, par. 2.1.

³⁹ Cfr. cap. 3, par. 3.3.

⁴⁰ Cfr. cap. 4, par. 4.1-4.3.

dunque interessante confrontare il dato aggregato con i dati dei singoli settori in modo da catturarne le specificità.

L'analisi di posizionamento mette a confronto due variabili (ad esempio GLO e GLP) ed è applicata sia ai valori medi di periodo sia ai valori 2009. In questo modo è possibile studiare quanto è avvenuto fra il 2004-2009 e confrontare quanto riscontrato con il 2009, anno che si è, purtroppo, contraddistinto dai precedenti. Così facendo si può capire come ogni comparto abbia reagito alla crisi economica.

Nei paragrafi che seguono, saranno presentate le analisi di posizionamento relative solo agli indicatori più rilevanti presentati nei capitoli precedenti. Si analizzeranno dapprima gli equilibri finanziari per poi passare alla redditività operativa e infine ai rischi legati alla struttura dei costi e alla durata degli attivi e dei passivi.

5.1.1. Equilibri finanziari

L'analisi di posizionamento relativa agli equilibri finanziari mette a confronto il flusso monetario totale disponibile (il flusso monetario della gestione corrente più il flusso monetario della gestione accessoria) con l'equilibrio verticale. Entrambi gli indicatori sono relativizzati al MOL per una maggiore facilità di confronto fra i dati di settore. La comparazione di queste due variabili permette di capire se i settori sono riusciti a generare liquidità sufficiente a coprire gli investimenti di rimpiazzo, il pagamento degli oneri finanziari, delle imposte e dei dividendi. In caso affermativo le imprese avranno realizzato un equilibrio verticale positivo e utilizzato le risorse in eccesso per rimborsare il capitale di debito e/o di rischio o per fare investimenti di espansione e sviluppo. In caso negativo, le aziende saranno state costrette a richiedere nuovi capitali ai finanziatori o a dismettere beni fissi presenti in azienda per fronteggiare la carenza di liquidità.

La Figura 5.1 evidenzia la capacità di quasi tutti i comparti di generare liquidità a livello corrente. Infatti, il flusso monetario totale disponibile:

- è superiore al 70% del MOL per la maggior parte dei settori;
- per 3 comparti (tessile, alberghiero e ristorazione, attività professionali) è superiore al 100% (sintomo di una sistematica contrazione del CCNC nel periodo 2005-2009);
- solo 3 attività economiche (costruzioni, attività immobiliari e attività ricreative, culturali e sportive) presentano un valore inferiore al 30%⁴¹.

Tale liquidità non è però sempre sufficiente a coprire ammortamenti, oneri finanziari, imposte e dividendi. Infatti, l'analisi dell'equilibrio verticale evidenzia che:

- 2/3 dei comparti sono mediamente in disequilibrio finanziario. Devono ricorrere ad apporti di capitale di debito e/o di rischio per pagare le remunerazioni o coprire i costi di rimpiazzo dei beni fissi;

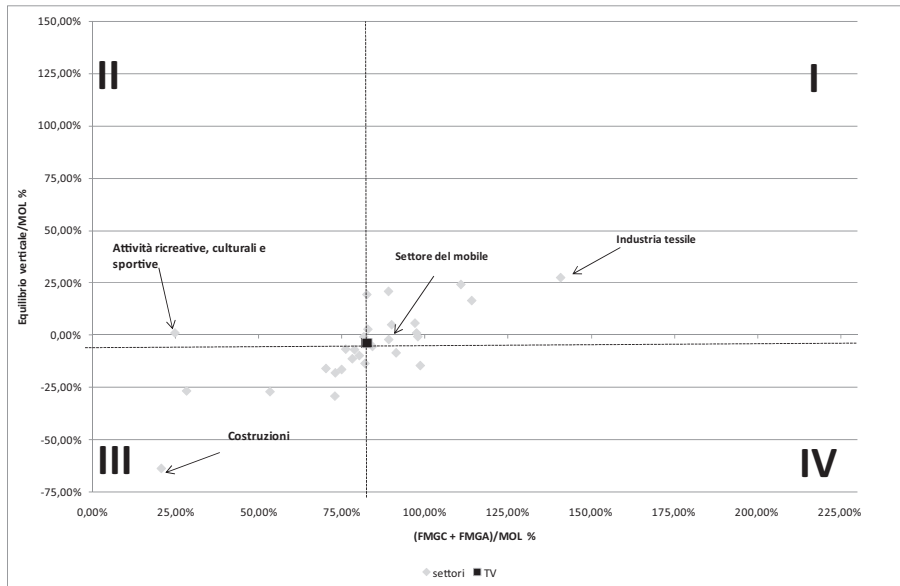
⁴¹ Il dato del settore delle costruzioni e delle attività immobiliari è condizionato da un forte flusso monetario negativo nel 2005 coperto da apporti di capitale di debito.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 93

- fra questi, il comparto delle costruzioni ha un disequilibrio molto negativo pari a -67% del MOL (sono necessari 167 euro ogni 100 di MOL per le remunerazioni, di questi 67 devono essere richiesti ai finanziatori);
- 1/4 dei settori è in lieve equilibrio (valori inferiori al 20%);
- il comparto delle attività ricreative, culturali e sportive, sebbene generi poca liquidità corrente rispetto al MOL, riesce a far fronte agli impegni (equilibrio verticale positivo).

La Figura 5.1 è inoltre suddivisa in quattro quadranti, il cui centro è dato dai valori medi della provincia di Treviso che sono pari a 82,59% per il flusso monetario disponibile e -3,88% per l'equilibrio verticale. Nel primo quadrante si trovano i settori che sono riusciti a generare un maggiore livello di liquidità rispetto alla Marca, sufficiente a coprire le remunerazioni (equilibrio verticale positivo o lievemente negativo). Nel secondo quadrante si trovano invece quei comparti che, a fronte di una minore disponibilità di risorse liquide, hanno un saldo verticale migliore. Nel terzo quadrante ci sono invece i settori meno efficienti dal punto di vista finanziario: sia il flusso monetario disponibile che l'equilibrio verticale sono inferiori a quello dell'intera economia trevigiana. Infine nel quarto settore sono indicati i comparti meno efficienti dal punto di vista dell'utilizzo delle risorse, poiché a fronte di maggiore liquidità disponibile presentano un saldo verticale inferiore alla provincia e negativo.

Figura 5.1 - Flusso monetario totale disponibile vs equilibrio verticale: valori medi 2005-2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Nella Tabella 5.1 sono riportati i comparti suddivisi nei quattro quadranti. Da sottolineare la presenza nei quadranti II e III di molte attività economiche appartenenti al settore terziario e, un po' a sorpresa data la crisi economica che ha colpito l'edilizia e i distretti ad essa collegati, il settore del mobile fra i comparti più efficienti (quadrante I).

Tabella 5.1 - Equilibri finanziari: suddivisione dei settori rispetto alla provincia di Treviso

		(FMGC + FMGA)/MOL	
		< TV	> TV
Equilibrio Verticale/MOL	>TV	II	I
		Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche; Commercio all'ingrosso e intermediari del commercio, autoveicoli e motocicli esclusi Attività ricreative culturali e sportive* (I)	Agricoltura caccia e servizi, sivilcoltura Industrie alimentari, delle bevande Industrie tessili Fabbricazione di vestiti, tintura, pellicce Concia del cuoio Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi Metallurgia - Fabbricazione e lavorazione de prodotti in metallo escluse macchine e impianti Fabbricazione di mobili Alberghi e ristoranti* (III) Attività professionali
	<TV	III	IV
		Fabbricazione articoli in legno, sughero, paglia Fabbricazione di carta e prodotti di carta Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiale Fabbricazione di macchine ed app. meccanici Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi e altri mezzi di trasporto Costruzioni Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli* (I) Commercio al dettaglio (escl. Autoveicoli e motocicli); riparazione di beni personali per la casa*(I) Trasporti terrestri e attività di magazzino e ausiliare ai trasporti Informatica e attività connesse *(I) Attività immobiliari *(I)	Fabbricazione di prodotti in gomma e materie Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali Altre industrie manifatturiere* (I)

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

La Figura 5.2 riporta i dati relativi al 2009, che confermano quanto già visto per l'intera economia. I valori dei flussi monetari disponibili e degli equilibri verticali sono tutti superiori ai valori medi presentati qui sopra, sintomo che la contrazione del cre-

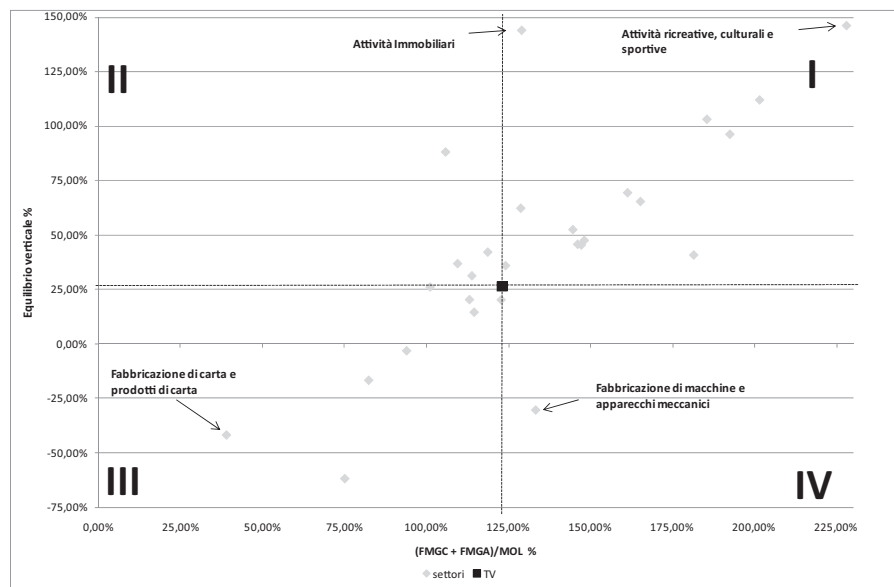
Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 95

dito e la ricerca di liquidità attraverso il circolante ha colpito indistintamente tutti i comparti dell'economia trevigiana. Infatti, solo 5 settori presentano un saldo verticale negativo dovuto principalmente o a una riduzione delle disponibilità correnti o alla necessità di rimpiazzare i beni fissi. Il confronto con la provincia di Treviso (flusso disponibile 123%, equilibrio verticale 26,38%) è decisamente positivo:

- 21 settori su 28 hanno mantenuto il loro posizionamento relativo;
- 6 settori hanno migliorato la loro posizione aumentando entrambe le variabili;
- 1 solo settore ha peggiorato la sua posizione, ma solo in termini relativi in quanto i valori dei flussi sono in linea con i suoi valori medi.

Nella **Errore**. **L'origine riferimento non è stata trovata.** sono stati evidenziati con un asterisco i settori che hanno mutato il loro posizionamento; la nuova posizione è indicata fra parentesi.

Figura 5.2 - Flusso monetario totale disponibile vs equilibrio verticale: valori 2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

5.1.2. Redditività operativa

Il confronto della redditività operativa fra i settori e l'aggregato è svolto su due gruppi di indicatori. La prima analisi di posizionamento mette in relazione il MOL/F con il ROC per capire se il livello di margini prodotti ogni 100 euro di fatturato sia adeguato al livello degli investimenti in capitale investito netto. La seconda analisi compara

i due fattori che determinano il ROC, ovvero la redditività delle vendite (ROS) e la rotazione del capitale investito netto.

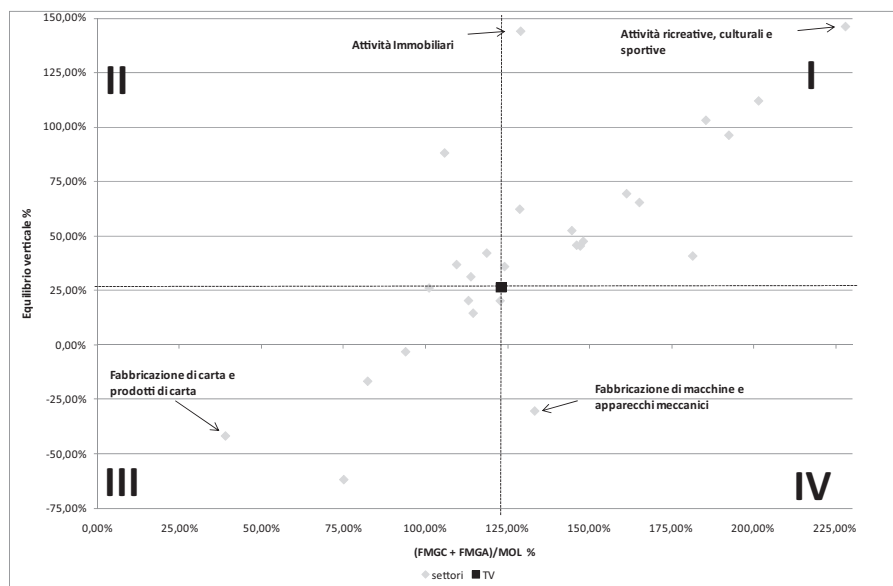
Dalla Figura 5.3, che riporta i dati medi per il 2004-2009, si può osservare che:

- la maggioranza dei settori ha una redditività corrente (MOL/F) non molto alta e compresa fra il 5% e il 10%;
- nessun comparto registra perdite a livello di margine operativo lordo;
- due attività economiche, il settore dell'abbigliamento e il settore delle attività immobiliari, registrano "margini delle vendite" molto elevati, rispettivamente 17,76% e 27,28%.

La maggioranza dei settori ha poi fatto scelte d'investimento adeguate: la redditività operativa è, infatti, in linea con quella corrente. E' però, opportuno sottolineare che:

- il comparto delle attività immobiliari, a fronte di una redditività corrente molto elevata, ha una redditività operativa molto bassa (3,42%) determinata da un capitale investito netto troppo elevato rispetto al fatturato prodotto⁴²;
- 2 settori, il tessile e le attività culturali e ricreative, presentano un ROC nullo o lievemente negativo (-2,33%);
- 2 settori (commercio e manutenzione di autoveicoli e il settore dei trasporti), a fronte di una redditività corrente bassa, riescono ad ottenere una redditività operativa alta poiché caratterizzati da investimenti in capitale fisso di valore non elevato.

Figura 5.3 - MOL/F vs ROC: valori medi 2005-2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

⁴² L'intensità di CIN è molto elevata, mediamente pari al 523% (si veda la scheda settore in appendice, Tabella A. 26).

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 97

Per quanto riguarda il posizionamento rispetto all'intera economia di Treviso (MOL/F pari a 8,78% e ROC pari a 8,57%) i settori che si trovano sul primo quadrante risultano essere più redditivi sia a livello corrente che operativo; nel secondo quadrante si posizionano invece quei comparti che presentano una minore marginalità delle vendite, ma una migliore gestione del CIN. Le attività economiche con entrambi gli indicatori sotto la media provinciale, meno redditive, si trovano nel terzo quadrante. Nel quarto quadrante vi sono i comparti con un migliore rapporto MOL/F, ma meno efficienti nella gestione del CIN. Nella Tabella 5.2 viene riportata la suddivisione dei comparti. E' interessante notare che la numerosità delle quattro classi è molto simile, segnale che, l'economia trevigiana è caratterizzata da realtà fra loro molto diverse. Inoltre, i settori che "battono" la provincia sono per il 90% settori industriali.

Tabella 5.2 - Redditività operativa: suddivisione dei settori rispetto alla provincia di Treviso

		MOL/F	
		< TV	> TV
ROC	>TV	II Industrie alimentari, delle bevande*(I) Concia del cuoio*(III) Commercio all'ingrosso e intermediari del commercio, autoveicoli e motocicli esclusi Trasporti terrestri; trasporti mediante condotte; attività magazzinaggio e ausiliare ai trasporti Informatica e attività connesse	I Fabbricazione di vestiti, tintura, pellicce Fabbricazione di carta e prodotti di carta Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati*(III) Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiale Fabbricazione di prodotti in gomma e materie plastiche Metallurgia - Fabbricazione e lavorazione de prodotti in metallo escluse macchine e impianti*(III) Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi e di altri mezzi di trasporto Attività professionali
	<TV	III Agricoltura caccia e servizi, sivilcoltura Industrie tessili Fabbricazione di mobili Altre industrie manifatturiere Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli... Commercio al dettaglio (escl. Autoveicoli e motocicli); riparazione di beni personali per la casa Attività ricreative culturali e sportive	IV Fabbricazione articoli in legno, sughero, paglia*(III) Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi*(III) Fabbricazione di macchine ed apparecchi meccanici Costruzioni Alberghi e ristoranti*(III) Attività immobiliari

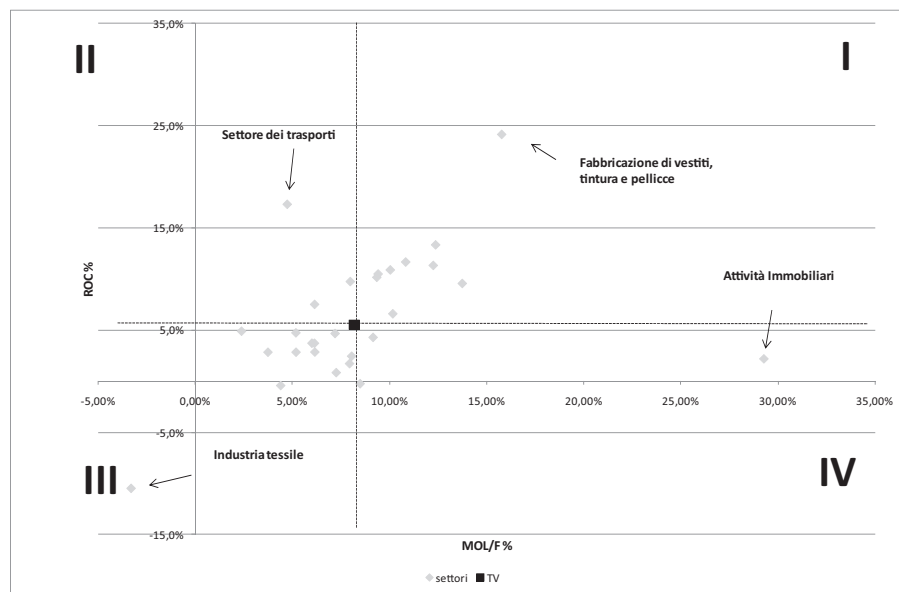
Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

La lettura della Figura 5.4, relativa ai valori 2009, mostra una stabilità della redditività marginale delle vendite, ad eccezione di alcuni settori, e una caduta dei valori del ROC mediamente di 3 punti percentuali. Quasi tutti i comparti sono riusciti a comprimere i costi monetari per ridurre gli effetti della caduta del fatturato, ma, allo stesso tempo, quasi tutti i comparti non sono riusciti a sfruttare il capitale investito negli anni precedenti. Alcuni dati:

il settore tessile è in perdita sin dal MOL: ogni 100 euro di fatturato ne spende 103 per coprire i costi monetari; il ROC è pari a -10,5%;

il settore dell'abbigliamento mantiene stabile il MOL/F, ma perde 10 punti percentuali di redditività operativa (che rimane comunque la più alta).

Figura 5.4 - MOL/F vs ROC: valori del 2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

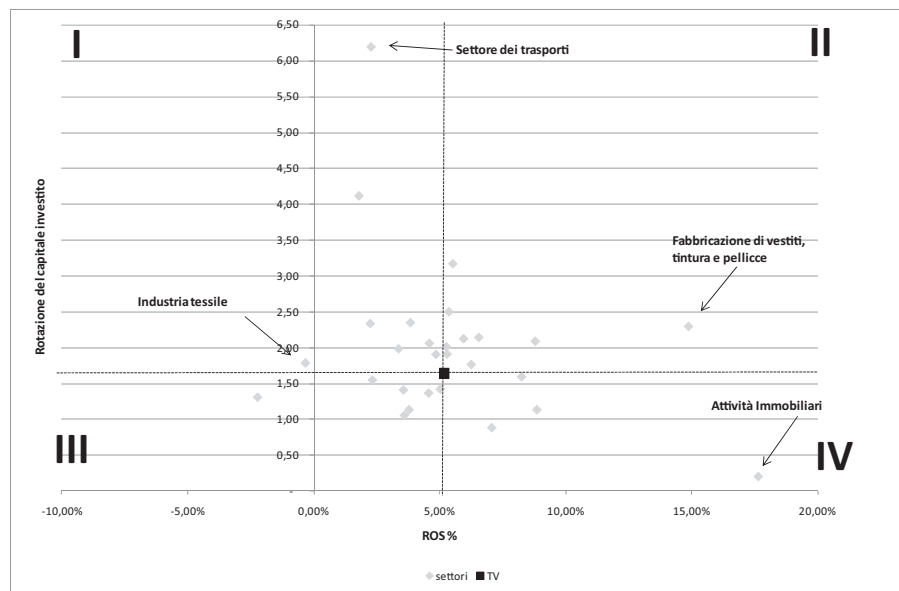
Il confronto con la provincia di Treviso mostra una realtà preoccupante: sebbene 3 settori su 4 hanno mantenuto il loro posizionamento relativo, chi ha cambiato la propria posizione rispetto al settore l'ha fatto peggiorandola. Una notizia positiva giunge invece dal settore alimentare: nel 2009 sia il MOL/F che il ROC sono aumentati e sono superiori alla media 2004-2009.

Dalla Figura 5.5 e Figura 5.6, che riportano il legame fra ROS e indice di rotazione del CIN, emerge una concentrazione dei valori del ROS fra il 2,5% e il 7,5% e dei valori dell'indice di rotazione fra 1 e 1,5. Solo 2 settori presentano una redditività delle vendite negativa, il settore tessile e il comparto delle attività ricreative, mentre il settore dei tra-

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 99

sporti e quello del commercio e manutenzione di veicoli, a fronte di ROS molto bassi, hanno indici di rotazione elevati che ne determinano la buona redditività operativa. Il settore immobiliare presenta invece una rotazione del capitale investito molto bassa (0,2), dovuta all'elevato valore degli attivi operativi netti contro una redditività delle vendite molto alta.

Figura 5.5 - Scomposizione del ROC: valori medi 2005-2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Passando al confronto con la provincia di Treviso è possibile fare alcune considerazioni (Tabella 5.3):

- nel quadrante I si trovano i comparti più redditivi dell'economia trevigiana perché caratterizzati da ROS e indice di rotazione superiori a quelli della Marca. E' la classe più numerosa ed è composta principalmente da settori industriali;
- nel quadrante II si trovano i settori che realizzano mediamente margini inferiori rispetto alla provincia, ma che riescono, grazie a una buona rotazione del capitale investito, a ottenere un buon livello di redditività operativa. Infatti, in questa parte di grafico, troviamo tutti i settori legati al commercio e il settore dei trasporti;
- nel quadrante III si trovano invece le attività economiche meno redditive poiché presentano valori dei due indicatori molto bassi e inferiori alla media provinciale. Appartengono a questa categoria fra gli altri, il settore dell'agricoltura e della silvicoltura e quello alberghiero e della ristorazione;
- nel quadrante IV troviamo invece i settori più capitalizzati, ma con una buona redditività delle vendite. E' la classe meno numerosa ed è composta dai settori delle co-

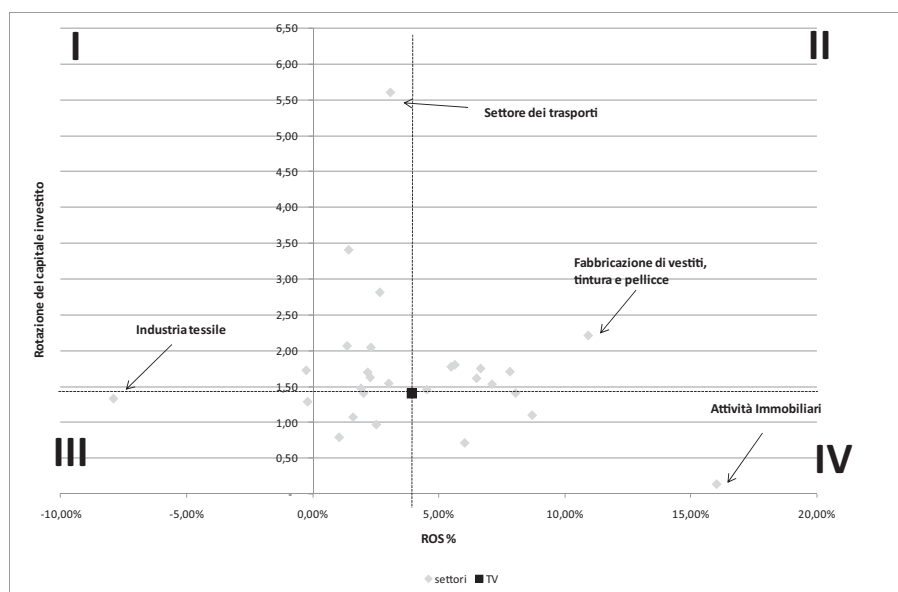
100 GLORIA GARDENAL

struzioni, delle attività immobiliari e, a sorpresa, dal settore delle attività professionali.

Tabella 5.3 - Scomposizione del ROC: suddivisione dei settori rispetto alla provincia di Treviso

		ROS	
		< TV II	> TV I
Rotazione del CIN	>TV	Industrie alimentari, delle bevande*(I) Industrie tessili*(III) Concia del cuoio Fabbricazione di mobili Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli... Commercio all'ingrosso e intermediari del commercio, autoveicoli e motocicli esclusi*(I) Commercio al dettaglio (escl. Autoveicoli e motocicli); riparazione di beni personali per la casa Trasporti terrestri; trasporti mediante condotte; attività magazzino e ausiliare ai trasporti	Fabbricazione di vestiti, tintura, pellicce Fabbricazione di carta e prodotti di carta Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati*(II) Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiale Fabbricazione di prodotti in gomma e materie plastiche Metallurgia - Fabbricazione e lavorazione de prodotti in metallo escluse macchine e impianti*(II) Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi e di altri mezzi di trasporto Informatica e attività connesse*(II)
	<TV	Agricoltura caccia e servizi, sivilcoltura Fabbricazione articoli in legno, sughero, paglia Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi Fabbricazione di macchine ed apparecchi meccanici Altre industrie manifatturiere Alberghi e ristoranti Attività ricreative culturali e sportive*(II)	Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali*(I) Costruzioni Attività immobiliari Attività professionali

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Figura 5.6 - Scomposizione del ROC: valori del 2009

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

La situazione del 2009 è contraddistinta da una maggiore dispersione dei settori rispetto alla provincia sia in termini di ROS che di rotazione del capitale investito. Per quanto riguarda il posizionamento nei vari quadranti, la situazione è migliore, infatti:

- solo il settore tessile ha peggiorato in modo sostanziale sia la redditività delle vendite che la sua capacità di far ruotare il CIN, passando fra i settori meno redditivi;
- tre comparti (metallurgia, editoria e informatica) hanno ridotto i loro margini delle vendite, passando dal I al II settore;
- il settore delle attività ricreative, culturali e sportive ha migliorato la propria efficienza nell'utilizzo del capitale investito;
- 3 comparti hanno migliorato o il ROS o l'indice di rotazione e nel 2009 sono fra i più redditivi della Marca.

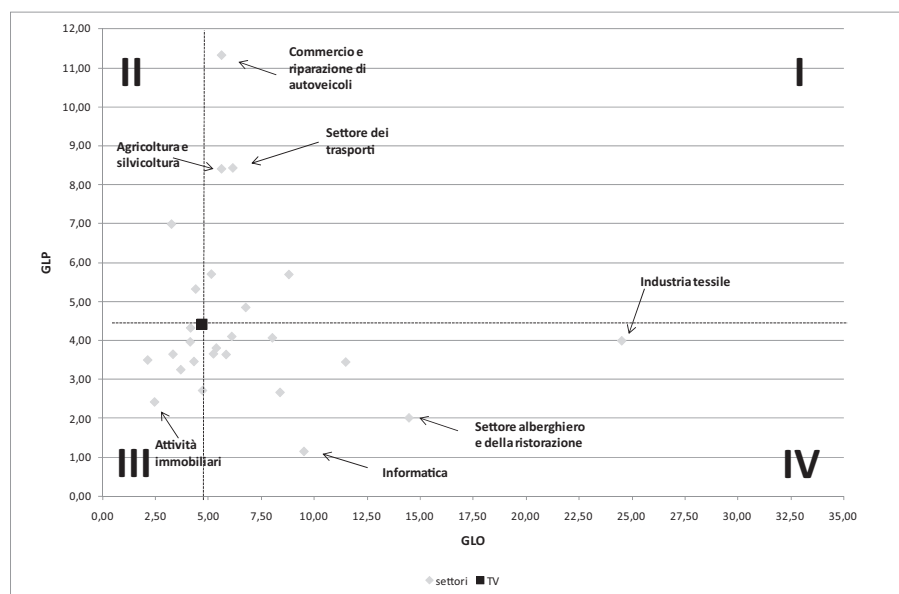
5.1.3. Rischio di quantità e rischio di prezzo

Dopo aver analizzato la redditività dei settori trevigiani è bene capire il livello di rischio che ad essa si associa. In queste pagine si confronteranno i due rischi legati alla struttura dei costi ovvero rischio di quantità (GLO) e rischio di prezzo (GLP)⁴³. Nel capitolo 4 abbiamo visto che questi due rischi sono determinati da variabili, quantità e prezzo, che, di norma, presentano dinamiche opposte (all'aumentare del prezzo dimi-

⁴³ Per una definizione di GLO e GLP si rimanda al capitolo 4, par 4.2.

nuisce la quantità e viceversa) e di solito l'azienda (o il settore) con una prevalenza di costi fissi sarà maggiormente esposta al rischio di quantità, mentre l'impresa con prevalenza di costi variabili sarà più rischiosa sotto il profilo del prezzo. Il confronto fra questi due indicatori permette di capire se questa relazione è verificata oppure no. Nel caso non lo fosse, ci troveremmo di fronte ad uno scenario preoccupante poiché viene meno una leva di manovra: il prezzo o la quantità. Infatti, in situazioni normali, un'azienda con elevati costi fissi potrebbe scegliere di ridurre il prezzo per recuperare una perdita di quantità. Nel caso in cui quest'azienda presentasse un GLP elevato, tale manovra non potrebbe essere effettuata poiché comporterebbe ulteriori perdite. A differenza di quanto visto per gli equilibri finanziari e la redditività, all'aumentare dei valori, aumenta anche il rischio.

Figura 5.7 - Rischio di quantità e rischio di prezzo: valori medi 2004-2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

- Vediamo ora in dettaglio la situazione dei comparti della Marca Figura 5.7:
- più del 60% dei settori ha valori di GLO che oscillano, in media, fra 3 e 7. Il dato non è confortante se si considera che un calo delle quantità vendute del 10%, dimezzerebbe i redditi operativi della maggioranza dei comparti;
 - il settore della fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, le attività alberghiere e della ristorazione e l'industria tessile, hanno rischi di quantità molto elevati, rispettivamente 11,48, 14,47 e 24,51⁴⁴. Il dato desta preoccupazione, attenuata però dalla presenza di valori di GLP contenuti;

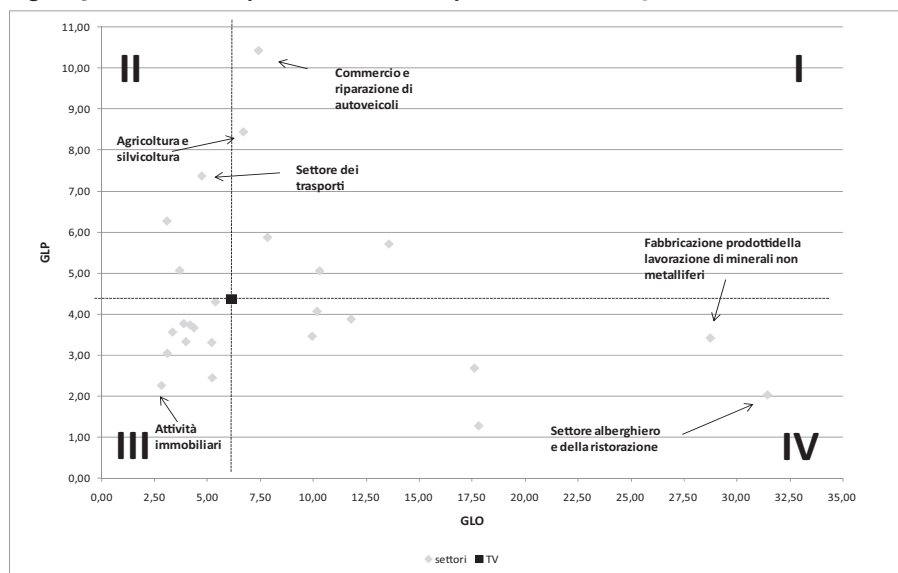
⁴⁴ Il dato si riferisce alla media degli anni 2004-2006 e 2008, in quanto i valori del 2007 e 2009 non sono stati considerati perché negativi.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 103

- i livelli di GLP sono nella maggioranza dei casi contenuti: 18 settori su 28 hanno valori al di sotto di 4. Situazione confortante poiché il rischio di prezzo tollerabile è pari a 3;
- i dati relativi ai comparti del commercio di autoveicoli, dei trasporti e agricolo sono allarmanti: livelli mediamente alti di GLO sono accompagnati da valori elevati di GLP;
- il comparto delle attività immobiliari presenta invece valori molto bassi per entrambe le variabili (GLO 2,46 e GLP 2,42).

Per quanto riguarda il posizionamento relativo rispetto alla provincia di Treviso (GLO 4,7 e GLP 4,42), a differenza di quanto visto nei paragrafi precedenti, i settori che si trovano nel primo quadrante risultano essere quelli più "critici" poiché sono più rischiosi sia dal lato quantità che dal lato prezzo; nel secondo quadrante si trovano invece i comparti maggiormente esposti al rischio prezzo e con livelli di GLO più contenuti. Infine nel terzo quadrante si trovano le attività economiche meno rischiose, mentre nel quarto i comparti più esposti alle variazioni di quantità. Dalla Tabella 5.4 si denota che i settori legati al commercio sono maggiormente esposti al rischio prezzo, mentre i settori industriali legati alla lavorazione di materie prime (legno, metalli, minerali, gomma) sono più soggetti al rischio quantità insieme al comparto alberghiero e della ristorazione. Fra i meno rischiosi troviamo le attività economiche legate all'edilizia e le attività professionali.

Figura 5.8 - Rischio di quantità e rischio di prezzo: valori 2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Dall'analisi del solo anno 2009 (Figura 5.8 e Tabella 5.4) emergono situazioni preoccupanti sotto il profilo delle quantità, mentre notizie rassicuranti arrivano dal fronte prezzo in quanto:

- il rischio legato alle quantità è aumentato per 21 settori, fra questi è da sottolineare

104 GLORIA GARDENAL

- il valore del settore alberghiero salito fino a 31,43; la maggioranza dei valori è compresa fra 3 e 13;
- il rischio di prezzo è diminuito o rimasto costante per 16 comparti; negli altri casi le variazioni sono contenute;
 - 2 settori sono riusciti a ridurre il loro rischio quantità oltre il livello medio della provincia (pari a 6,15) e sono passati dal quadrante IV al III (fra quelli meno rischiosi)
 - il comparto dei trasporti è riuscito a diminuire il rischio di quantità spostandosi dal I al III quadrante.

Tabella 5.4 - Rischio di quantità e rischio di prezzo: suddivisione dei settori rispetto alla provincia di Treviso⁴⁵

		GLO	
		< TV	> TV
G.P.	>TV	II Industrie alimentari, delle bevande Commercio all'ingrosso e intermediari del commercio, autoveicoli e motocicli esclusi	I Agricoltura caccia e servizi, sivilcoltura Concia del cuoio Altre industrie manifatturiere Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli Commercio al dettaglio (escl. Autoveicoli e motocicli); riparazione di beni personali per la casa Trasporti terrestri; trasporti mediante condotte; attività magazzinaggio e ausiliare ai trasporti*(II)
	<TV	III Fabbricazione di vestiti, tintura, pellicce Fabbricazione di carta e prodotti di carta Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche Fabbricazione di macchine ed apparecchi meccanici Costruzioni Attività immobiliari Attività professionali	IV Industrie tessili*(II) Fabbricazione articoli in legno, sughero, paglia Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati Fabbricazione di prodotti in gomma e materie plastiche*(III) Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi Metallurgia - Fabbricazione e lavorazione de prodotti in metallo escluse macchine e impianti Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali*(III) Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi e di altri mezzi di trasporto*(III) Fabbricazione di mobili Alberghi e ristoranti Informatica e attività connesse

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

⁴⁵ Nella tabella non compare il settore delle attività ricreative, culturali e sportive, poiché presenta valori di GLO sempre negativi.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 105

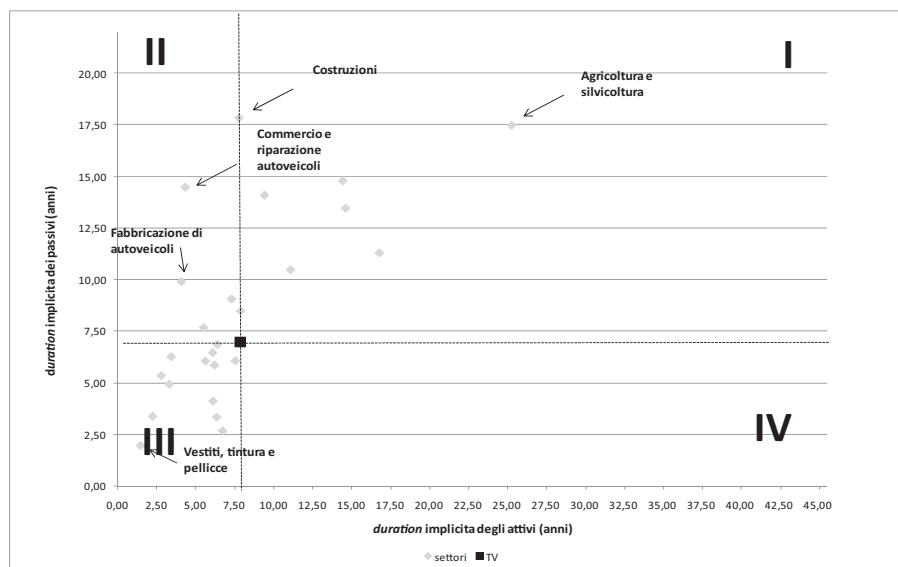
5.1.4. Squilibri temporali

L'ultima analisi di posizionamento pone a confronto i due indicatori di rischio legati al passare del tempo: la *duration implicita degli attivi* e la *duration implicita dei passivi*. La comparazione di queste due variabili permette di ottenere informazioni interessanti da due punti di vista. Da un punto di vista assoluto, ci fornisce informazioni sul livello di rischio: tanto più alti sono i valori di questi due indicatori, tanto maggiore è il rischio patito dall'azienda. Da un punto di vista relativo, si hanno informazioni sulla ripartizione dei rischi fra apportatori di capitale di debito e apportatori di capitale di rischio: se la durata degli attivi supera quella dei passivi significa che una parte di questo rischio è in capo agli azionisti, nel caso opposto l'azienda sarà riuscita a trasferirne una parte ai terzi finanziatori⁴⁶.

Il quadro che complessivamente emerge dalla Figura 5.9⁴⁷ è confortante in quanto la maggioranza dei settori presenta valori relativamente bassi (al di sotto di 7 anni) e un allineamento fra le due durate. Ciò che preoccupa sono i comparti che si trovano nella parte alta del grafico in particolare modo:

- il settore agricolo ha una *duration* degli attivi molto elevata pari a circa 25 anni e molto disallineata rispetto a quella dei passivi, anch'essa elevata, pari a 17 anni;
- il settore delle costruzioni presenta una durata dei passivi molto elevata (18 anni), ma una durata degli attivi contenuta: il rischio è stato quindi ampiamente trasferito al sistema bancario.

Figura 5.9 - *Duration* implicite: valori medi 2004-2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

⁴⁶ Per una spiegazione più approfondita sul significato di *duration* implicita si rimanda al cap. 4, par. 4.3

⁴⁷ Alcuni settori sono stati esclusi poiché non è stato possibile calcolare la *duration* degli attivi. Per una spiegazione più approfondita si veda l'appendice.

106 GLORIA GARDENAL

Partendo dai dati della Provincia di Treviso, durata degli attivi pari a 8 anni e dei passivi 7 anni, i settori più rischiosi in assoluto, poiché caratterizzati da durate elevate sia dei passivi sia degli attivi, si trovano nel primo quadrante, mentre nel secondo vi sono i comparti che hanno una rischiosità più elevata in termini di passivi, ma con un minor rischio in capo ai soci. Il terzo quadrante è contraddistinto anche questa volta dalle attività economiche meno rischiose in assoluto, infine nel quarto quadrante vi sono i settori con un *duration gap* sfavorevole alla compagine sociale poiché la durata degli attivi è notevolmente più lunga di quella dei passivi. Per quanto riguarda le singole realtà produttive trevigiane molte di queste hanno durate equilibrate e poco elevate, mentre il quarto quadrante è vuoto. I comparti che si trovano nel terzo quadrante, con l'eccezione del settore della fabbricazione di autoveicoli e del commercio al dettaglio, hanno valori molto vicini alla media provinciale (si veda Tabella 5,5).

Tabella 5,5 - Duration implicite: suddivisione dei settori rispetto alla provincia di Treviso

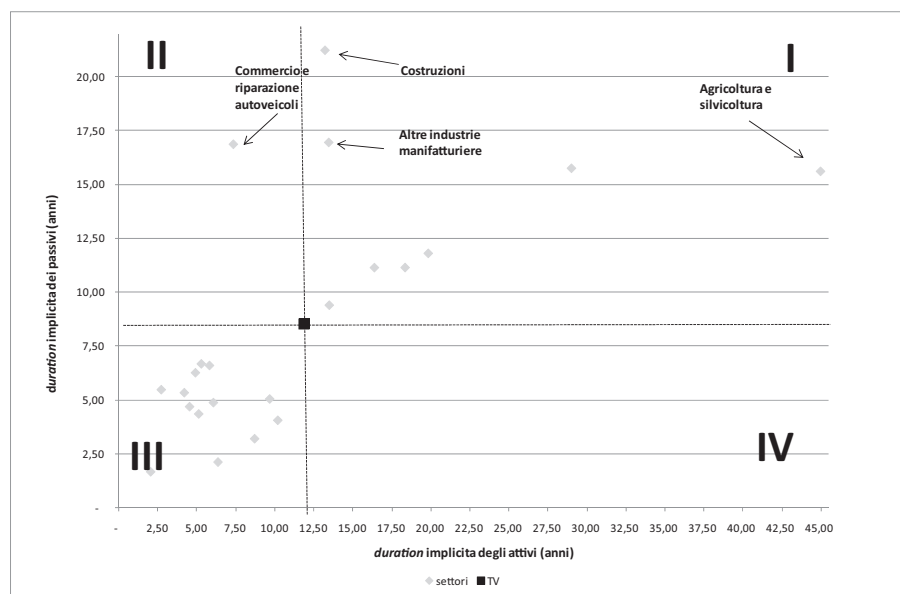
		Duration implicite degli attivi	
		< TV	> TV
Duration implicite dei passivi	>TV	II	I
			Concia del cuoio*(I) Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi e di altri mezzi di trasporto*(III) Costruzioni*(I) Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli Commercio all'ingrosso e intermediari del commercio, autoveicoli e motocicli esclusi*(III)
	<TV	III	IV
		Industrie alimentari, delle bevande Fabbricazione di vestiti, tintura, pellicce Fabbricazione articoli in legno, sughero, paglia Fabbricazione di carta e prodotti di carta Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati*(I) Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiale Fabbricazione di prodotti in gomma e materie plastiche Metallurgia - Fabbricazione e lavorazione de prodotti in metallo escluse macchine e impianti*(I) Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche Trasporti terrestri; trasporti mediante condotte; attività magazzinaggio e ausiliare ai trasporti Informatica e attività connesse Attività professionali	

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 107

L'analisi del 2009 mostra un notevole aumento delle durate degli attivi a causa della netta riduzione dei margini operativi lordi. Nella Figura 5.10 è ben visibile la maggiore dispersione dei valori: il comparto agricolo registra una durata degli attivi pari a 45 anni. Per quanto riguarda il posizionamento relativo, alcuni settori tra cui quello della fabbricazione di autoveicoli e del commercio all'ingrosso hanno visto scendere entrambi i livelli di rischio al di sotto della media provinciale. Il comparto dell'editoria ha seguito un percorso inverso con un forte incremento dei rischi di durata e nel 2009 si trova ad essere fra i settori più rischiosi.

Figura 5.10 - Duration implicite: valori 2009



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

5.2. Analisi del posizionamento dei settori rispetto ai singoli comparti

Scopo di questo paragrafo è, come preannunciato in apertura del capitolo, quello di entrare più nello specifico di 5 settori dell'economia trevigiana. Il criterio di scelta utilizzato per la selezione dei settori prende spunto da una tassonomia introdotta dallo studioso Keith Pavitt, la prima volta nel 1984⁴⁸. Egli, traendo spunto dall'analisi di 2'000 innovazioni introdotte nel Regno Unito dal 1945 al 1979, propose una classificazione

⁴⁸ Pavitt K., "Sectoral patterns of technical change: towards a taxonomy and theory", *Research Policy*, 1984, 13, pp. 343-373.

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. Utilizzando i criteri appena menzionati, Pavitt individuò i seguenti 4 pattern:

1. imprese **supplier dominated**: 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 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;
2. imprese **scale intensive**: 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;
3. imprese **specialized suppliers**: 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;
4. imprese **science based**: 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.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 109

Nell'aggiornamento del suo studio⁴⁹, nel 1989, Pavitt introdusse un ulteriore raggruppamento ovvero:

5. imprese *information intensive*: 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.

Sulla base delle 5 classi appena presentate, di seguito approfondiremo i seguenti 5 settori dell'economia trevigiana:

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. commercio al dettaglio, come esempio di settore *information intensive*.

Una precisazione: per quanto riguarda i dati presentati nelle pagine seguenti, si rimanda alle schede settore contenute in appendice.

5.2.1. Un settore *supplier dominated*: l'alimentare

Il comparto alimentare rappresenta il 3,78% dell'economia trevigiana. Rispetto a quanto emerso sull'andamento complessivo dell'economia in questi anni contrassegnati dalla crisi, il comparto ha reagito complessivamente bene, sia per quanto riguarda la redditività che sul fronte dei rischi.

Da un punto di vista finanziario, il settore mostra un flusso di cassa corrente sempre positivo dal 2005 al 2009, con una flessione al ribasso nel 2007 ma una risalita repentina del 2008 (da 54,14% del MOL a 62,35%) e un balzo nel 2009 (121,39%). Il settore, in controtendenza rispetto all'andamento complessivo, mostra nell'ultimo anno da noi analizzato, un maggior assorbimento di cassa per investimenti (da circa il 57% nel 2007-2008 a 70% nel 2009) equi-ripartito tra investimenti di rimpiazzo e quelli di sviluppo. Le aziende del settore hanno quindi cercato di rinnovarsi, anche grazie all'elevato flusso di cassa corrente prodotto. Al netto dei carichi tributari (stabili nel tempo), il flusso operativo si assesta intorno al 38% del MOL, con un balzo di 30 punti percentuali rispetto a quanto registrato nell'anno appena precedente (-18% circa). Il flusso relativo ai finanziamenti bancari segue, invece, la dinamica dell'economia trevigiana: dopo anni in cui le aziende avevano costantemente fatto ricorso al debito, nel 2009 il flusso si fa negativo e pari al 49% circa del MOL. Il flusso dell'*equity*, invece, passa da valori bassi o addirittura negativi dal 2005 al 2007, a valori prossimi al 3% del

⁴⁹ 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.

IIO GLORIA GARDENAL

MOL nel 2008 e all'11% nel 2009. Per quanto riguarda l'equilibrio finanziario del comparto alimentare, nel 2009 il saldo è molto positivo e pari al 62,25% del MOL. Tale "esuberato" di risorse è servito per finanziare l'equilibrio orizzontale: anche qui si nota come le aziende abbiano principalmente provveduto a finanziare investimenti di espansione e sviluppo (30%) e a ripagare i vecchi debiti (40%) piuttosto che immettere nuovi capitali (8% di capitale di rischio).

Per quanto riguarda la redditività (si veda la Tabella 5.6), il settore presenta una realtà opposta a quanto visto per l'economia trevigiana nel suo insieme: il comparto non ha conosciuto una caduta del fatturato e dei margini. I ricavi di vendita hanno registrato il maggiore tasso di crescita nel 2008 (+8%), mentre il 2009 si è chiuso con +1,5%. Il contenimento dei costi, sia fissi che variabili, ha permesso di aumentare i margini a tutti i livelli ed, ancora una volta, il 2009 è stato l'esercizio migliore fra quelli analizzati. La buona gestione operativa e la riduzione degli oneri finanziari, ha permesso di chiudere con un utile netto pari a 33 milioni di euro, con una variazione sul 2008 del 66%. Di conseguenza tutti gli indicatori di redditività presentano un trend positivo. Il MOL/F mediamente pari all'8% nel 2008 sale a 9,34% nel 2009. Il ROC cresce anch'esso e si assesta intorno al 10% circa del MOL, sostenuto principalmente da un aumento della redditività delle vendite, (l'indice di rotazione è invece in calo). Il margine di sicurezza sale anch'esso ed è pari al 27%.

Tabella 5.6 - Dati di fatturato e reddituali per il periodo 2004-2009

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	1.178.741	1.161.268	1.074.626	1.006.682	985.854	967.579
Margine di contribuzione	246.941	225.938	215.409	205.178	196.910	186.391
MOL	110.098	94.880	91.184	84.670	81.522	77.191
Reddito Operativo	66.636	53.965	51.106	43.461	41.367	38.863
Utile/perdita di esercizio	32.898	19.871	18.310	14.522	10.902	12.541

valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Sul fronte dei rischi, si nota:

- una generale diminuzione di tutte le leve: scendono rispettivamente il rischio di quantità, di prezzo, finanziario e combinato;
- un aumento dell'intensità di CIN dovuta all'aumento del CIMM. L'intensità di circolante invece scende, per effetto della politica adottata da tutte le imprese trevigiane di alleggerire l'impiego di capitale di giro. Questa scelta si nota anche nell'andamento del rapporto CCNC/CIMM che da un 90% nel 2007 passa a 81% nel 2008 e a 67% nel 2009;
- un aumento del rischio tecnologico, conseguenza degli importanti investimenti in capitale fisso; la vita residua è pari nel 2009 a 9 anni;
- un aumento del rischio legato al fattore tempo: nel 2009 la durata degli attivi, rimasta stabile, è, per la prima volta, superiore a quella dei passivi; lo squilibrio temporale è ora in capo agli azionisti.

Il comparto alimentare non ha conosciuto crisi, anzi, grazie a risorse liquide in eccesso, ha proseguito nella sua politica di crescita riuscendo allo stesso tempo ad aumentare la redditività e a ridurre il rischio.

5.2.2. Un settore *scale intensive*: la metallurgia

Il comparto dei metalli è rappresentato, nel nostro studio, dal 10,31% delle imprese analizzate. A dispetto del settore alimentare, esso ha sofferto molto la crisi economica sia sul fronte finanziario, che sul fronte della redditività e dei rischi.

Da un punto di vista finanziario, gli andamenti sono quelli più volte descritti: la stretta creditizia ha obbligato le imprese a recuperare la liquidità al proprio interno per poter remunerare i prestatori di capitale (le banche in *primis*), il fattore lavoro e pagare l'erario. Tutto questo a discapito degli investimenti di sviluppo che sono stati ridotti al minimo (6% del MOL). Andando per gradi, si nota un peso del flusso di cassa della gestione corrente sul MOL che passa da una media del 76% nel periodo 2005-2008 a 148,97% nel 2009, il tutto dovuto a una diminuzione consistente dell'impiego di capitale di giro. Il flusso per investimenti è tutto costituito da investimenti di rimpiazzo, mentre quelli di sviluppo sono praticamente irrilevanti. Dal lato dei passivi si osserva, invece, un impegno da parte delle aziende a rimborsare i vecchi finanziamenti pari al 70% del MOL nel 2009, contro una media di richiesta di finanziamento pari a +11% nel periodo 2005-2009. Il recupero di liquidità al proprio interno ha permesso alle aziende di pagare tutte le remunerazioni e di chiudere il 2009 con un avanzo, in termini di equilibrio verticale, pari al 52%, a dispetto dell'andamento registrato negli anni precedenti in cui i dati sono sempre stati negativi nel periodo 2005-2007 e lievemente positivi (+4% circa) nel 2008. Questo saldo positivo è stato interamente utilizzato per saldare le posizioni a debito con le banche: si noti, infatti, che gli apporti di nuovo capitale di debito hanno segno negativo e sono pari al 52,27% del MOL.

Da un punto di vista della redditività, l'analisi dei dati di conto economico, fa emergere una realtà poco rosea: il comparto nel 2009 ha perso il 27% circa del fatturato 2008 e non è riuscito a comprimere i costi in modo tale da ridurre la perdita dei margini. La Tabella 5.7 riporta valori di RO pari a meno della metà rispetto al 2008; il reddito netto, nonostante la riduzione degli oneri finanziari e delle entrate di natura straordinaria, registra un calo dell'81%. Gli indicatori di redditività lo confermano: il rapporto MOL/F scende al 7%, contro una media registrata nel periodo 2005-2008, pari al 9,12%; anche il ROC scende a 4,67% contro una media del periodo precedente pari a 12,2%, a causa di una forte riduzione della redditività delle vendite e di una minor rotazione del capitale investito netto. Il margine di sicurezza si dimezza nell'ultimo anno ed è pari al 10%.

Tabella 5.7 - Dati di fatturato e reddituali per il periodo 2004-2009

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	1.845.303	2.428.311	2.377.811	2.103.207	1.838.849	1.688.899
Margine di contribuzione	556.966	659.815	653.321	595.567	551.649	502.477
MOL	132.729	198.057	219.013	195.314	180.933	159.540
Reddito Operativo	55.940	122.007	143.662	125.170	112.201	92.483
Utile/perdita di esercizio	7.967	40.002	55.173	36.476	40.203	33.711

valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

La rischiosità del settore può essere sintetizzata da questi dati:

- si ha un aumento di tutti gli indicatori di intensità d'uso dei capitali (CCNC, CIN, CIMM): il CIN aumenta sia per effetto del CIMM che del CCNC;

- la leva operativa schizza a 9,96 contro una media di 4,9 negli anni immediatamente precedenti. La leva di prezzo rimane abbastanza stabile, mentre aumentano in modo consistente la leva finanziaria e la leva combinata;
- la vita residua dei cespiti aumenta progressivamente fino ad arrivare a 9 anni circa nel 2009;
- la *duration* implicita degli attivi ha un andamento preoccupante: nel 2009 balza da 6 anni a 13. La durata dei passivi, aumenta anch'essa, ma solo di 2,5 anni (da 6,91 a 9,41). L'ultimo anno è stato dunque contraddistinto da un aumento della rischioosità patita dalla compagine sociale.

La situazione del comparto metallurgico desta preoccupazione poiché è stato fortemente colpito dalla crisi con una conseguente riduzione della redditività, accompagnata purtroppo da un aumento dei rischi.

5.2.3. Un settore *specialised supplier*: il comparto della meccanica

Il comparto della meccanica è un settore molto rappresentativo dell'economia trevigiana e conta 192 società, ovvero il 6% circa del campione.

Questo settore ha vissuto una forte fase di crescita nel triennio 2004-2008, con il suo apice nel 2007 e un lieve rallentamento nel 2008, com'è ben evidente dall'analisi dei flussi di cassa⁵⁰. Infatti, il 2007 è contraddistinto da una caduta della liquidità operativa (-71% rispetto al MOL) derivante da un'espansione del CCNC (+67% rispetto al MOL) accompagnata da forti investimenti di espansione pari a 300 milioni di euro, ovvero il 72% del MOL. Il fabbisogno di liquidità è stato coperto in parte con nuovo capitale di debito (27,53% del MOL), ma soprattutto con apporti di capitale di rischio (76,80%). In contrapposizione a ciò, il 2009 ha generato cassa attraverso la contrazione del capitale di giro (la sua variazione negativa è pari al 19% del MOL) e il disinvestimento di cespiti per un valore di 125 milioni (39%). Il fabbisogno aziendale è positivo e pari al 50% del MOL prodotto ed è stato utilizzato anche in questo caso per rimborsare il servizio del debito (-21%).

I dati di reddito riportati nella Tabella 5.8 confermano la forte crescita vissuta da questo settore negli anni prima della crisi: il MOL cresce del 53% fra il 2005 e il 2008, il reddito operativo del 75% e l'utile netto del 237%. La caduta del 2009 è pesante: MOL -29%, RO -102%, utile netto -200%. In particolar modo l'elevato valore degli ammortamenti ha affossato il Reddito Operativo.

⁵⁰ Si veda Tabella A. 15.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 113

Tabella 5.8 - Dati di fatturato e reddituali per il periodo 2004-2009

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	3.823.873	4.604.405	4.179.721	3.595.497	3.298.789	3.098.987
Margine di contribuzione	980.491	1.162.738	1.082.343	936.305	850.604	847.866
MOL	324.346	457.325	420.482	349.614	298.200	298.263
Reddito Operativo	-7.278	313.995	285.732	229.423	178.785	152.118
Utile/perdita di esercizio	-118.577	116.550	144.735	81.993	34.585	28.858

valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Il comparto presenta un buon margine delle vendite, mediamente del 9,5%, stabile in tutto il periodo di analisi compreso il 2009, segnale, positivo, di una flessibilità nella gestione dei costi operativi e monetari. Non si può dire lo stesso per il ROC. La redditività del capitale investito netto è, infatti, molto buona fino al 2008, per poi crollare nel 2009 a -0,24%. La causa è da imputarsi al crollo della redditività delle vendite (che passa da un 6% a -0,19%), a sua volta dovuta alla forte riduzione del reddito operativo conseguente all'iscrizione a bilancio di ammortamenti pari a 300 milioni di euro, ovvero più del doppio rispetto al 2008. Il CIN ruota una volta e mezzo circa per effetto delle vendite. Il margine di sicurezza, in crescita fra il 2004 e 2008 fino al 27%, si azzerava nel 2009.

Sotto il profilo dei rischi, il comparto è poco rischioso anche se la crisi ha evidenziato delle criticità. In particolare modo:

- il GLO è basso, al di sotto della media provinciale, e in diminuzione; il dato 2009 non può essere calcolato a causa del reddito operativo negativo;
- il GLP è stabile, mentre il GLF è contenuto e in diminuzione;
- l'intensità di CIN balza, nel 2009, da 70 a 79 euro a causa della caduta del fatturato, più intensa rispetto a quella del capitale investito netto;
- la vita residua diminuisce drasticamente da 12 anni a 5 anni, in seguito ai disinvestimenti;
- le durate degli attivi e dei passivi sono allineate fino al 2008; la caduta dei margini operativi nel 2009 ha provocato un salto di questi valori e un gap di 7 anni.

E' possibile affermare che il settore della meccanica gode di un buon stato di salute perché la forte espansione degli anni 2004-2008 non è stata accompagnata da un aumento dei rischi. I risultati negativi del 2009 sono da imputarsi a politiche di bilancio (ammortamenti) e alla peculiarità di quest'anno.

5.2.4. Un settore *science based*: la chimica

Il settore chimico ha un peso trascurabile nel nostro campione (1%), ma vale la pena analizzarlo più in dettaglio poiché è stato colpito dalla crisi in modo diverso rispetto alla provincia di Treviso. Dal rendiconto finanziario, presentato in Appendice, Tabella A. 9, emerge che l'anno negativo per il comparto è stato il 2008 in cui vi è stata una contrazione del MOL del 13% la cui causa principale è stata l'incremento del costo di acquisto delle materie prime. Il FMGC si contrae nel 2007 e nel 2008 (rispettivamente pari al 29% e al 26% del MOL) per un aumento del capitale di giro (+71% nel

2007 e +74% nel 2008) riconducibile alla riduzione delle passività correnti presunte. Il 2009 è caratterizzato da una crescita dei margini e dalla "spremitura" del CCNC (-23%); il flusso monetario corrente è il più alto del periodo analizzato (123% del MOL). Per quanto riguarda la politica degli investimenti, il 2006 si caratterizza per un elevato flusso in uscita poiché sono stati fatti ingenti acquisti di nuovi beni (il flusso di cassa degli investimenti di espansione e sviluppo è pari al 72% del MOL). Nel 2009 invece sono stati rimpiazzati beni per un valore presunto di 11,3 milioni di euro (38% del MOL) e disinvestito per 3 milioni (11% del MOL). Il fabbisogno operativo è negativo negli anni 2006-2008 e aggravato da uscite tributarie consistenti (circa il 30% del MOL). Il flusso negativo è stato coperto con il ricorso al capitale di debito: non vi sono, infatti, apporti di nuovo capitale di rischio. L'ultimo anno di analisi è ancora contraddistinto da fabbisogni aziendali positivi con cui sono stati rimborsati i finanziamenti ottenuti in passato.

Sotto il profilo della redditività (Tabella 5.9), il comparto non ha risentito della crisi, eccezion fatta per il 2008, in quanto i risultati del 2009 sono in linea con quelli degli anni precedenti. In particolar modo, il calo delle vendite (-12,43%) è stato compensato da una riduzione proporzionale dei costi operativi. Il reddito netto è stato il più alto in assoluto e pari a 11 milioni di euro. Il risultato positivo è da attribuirsi però a due elementi, uno di natura strutturale e uno di carattere temporaneo: 1) il dimezzamento del valore degli oneri finanziari (da 4,4 milioni di euro a 2,2) dovuto a una riduzione dei tassi e dell'indebitamento; 2) a proventi finanziari pari a 2,2 milioni di euro. Il MOL/F ha il suo valore massimo, 10,83%, nel 2009; dopo un trend decrescente. La redditività operativa è molto elevata nel 2006, ma scende rapidamente: nel 2009 è pari all'11,7%. Il fattore determinante è il brusco scalo della rotazione del CIN, da 2,37 a 1,75 (il ROS scende, ma in modo meno accentuato): gli ingenti investimenti del 2006 erano dunque sovradimensionati rispetto alle esigenze. Il margine di sicurezza, non desta preoccupazione poiché, anche se in discesa, è pari al 23% nel 2009.

Tabella 5.9 - Dati di fatturato e reddituali per il periodo 2004-2009

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	273.438	312.255	305.399	278.003	245.477	241.206
Margine di contribuzione	76.612	75.585	80.708	74.456	66.478	64.545
MOL	29.612	26.155	30.009	29.092	24.953	24.781
Reddito Operativo	18.251	13.939	20.678	21.299	17.542	15.962
Utile/perdita di esercizio	11.181	4.418	8.661	8.819	8.563	7.953

valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Il settore non presenta particolari criticità sotto il profilo del rischio, tranne che per l'intensità di capitale:

- i valori delle leve sono molto bassi al di sotto della media provinciale e in riduzione;
- l'intensità di CIN è contenuta; ma il rapporto fra CCNC e CIMM è preoccupante poiché pari al 200%: per ogni 100 euro di capitale fisso sono necessari ulteriori 200 euro da investire nel capitale di giro;
- la vita residua degli impianti non è molto elevata ed è costante fra il 2008 e il 2009;
- la durata degli attivi è mediamente pari a 3 anni, mentre quella dei passivi è di 5 anni: il disallineamento è a favore degli azionisti.

Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana... 115

La chimica è uno dei pochi settori che non ha risentito della crisi, nonostante ciò presenta una redditività in calo a causa di elevati investimenti in capitale fisso che non è riuscita ancora a sfruttare. Sotto il profilo del rischio, l'unico elemento di criticità è l'elevato valore dell'intensità relativa di CCNC e CIMM.

5.2.5. Un settore *information intensive*: il commercio al dettaglio

La situazione del settore del commercio al dettaglio, che rappresenta circa il 5% del campione, è assai differente da quanto visto finora e, purtroppo, si differenzia in termini negativi. L'analisi dei flussi mostra, infatti, un costante deficit aziendale pari a circa il 100% del MOL fra il 2005 e il 2008, coperto in prevalenza da capitale di debito (mediamente un flusso di nuovi finanziamenti pari al 91% del MOL). Questo elevato fabbisogno aziendale è determinato dagli ingenti investimenti di espansione fatti durante tutto il periodo 2005-2009; flusso che è stato pari al 130% del MOL nel 2008. Fa eccezione il 2007, anno in cui, vi sono dismissioni di cespiti che controbilanciano la forte crescita del CCNC (la variazione rispetto al 2006 è pari al 109% del MOL). Il 2009 si chiude, invece, con un fabbisogno positivo, dovuto alla contrazione del capitale di giro e a un flusso monetario della gestione accessoria positivo. La liquidità generata non è comunque sufficiente a coprire le remunerazioni (oneri finanziari, imposte, ammortamenti, dividendi): il comparto si trova in disequilibrio verticale mediamente per il 45% del MOL. Il 2009 presenta invece un equilibrio positivo (45% del MOL) grazie alle maggiori risorse disponibili. Le risorse in eccesso sono state utilizzate per effettuare ulteriori investimenti di espansione (28% del MOL) e per ripagare parte dei finanziamenti ottenuti negli anni precedenti (17%).

Vediamo ora se questi investimenti hanno consentito di aumentare la redditività (Tabella 5.10). Ciò che emerge dall'analisi dei dati è purtroppo negativo: il comparto registra una riduzione del MOL fin dal 2008 a causa di un aumento del costo del lavoro (+12%) e del godimento di beni di terzi (+10%). Anche il reddito operativo diminuisce per effetto del maggiore peso degli ammortamenti. A peggiorare ulteriormente la situazione è l'elevato peso dell'imposizione fiscale (pari al 105% del reddito ante imposte nel 2008 e al 113% nel 2009) che determina un reddito netto negativo.

Tabella 5.10 - Dati di fatturato e reddituali per il periodo 2004-2009

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Ricavi delle vendite	1.011.868	1.065.629	955.138	777.383	705.972	640.433
Margine di contribuzione	189.153	192.254	179.432	148.595	132.770	122.040
MOL	37.816	43.081	45.728	36.076	31.030	33.191
Reddito Operativo	13.932	20.436	25.711	19.977	15.535	17.805
Utile/perdita di esercizio	-1.003	-488	3.524	2.781	2.368	4.889

valori in migliaia di euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk

Il MOL/F è, come ci si aspetterebbe, al di sotto della media dell'aggregato, ma ciò che preoccupa è la sua dinamica negativa: nel 2004 è stato pari al 5,18%, nel 2009 ha toccato il minimo di 3,74%. Andamento analogo ha il ROC che nel 2009 è pari a 2,8% contro un valore del 7% nel 2004. Questo è determinato sia da un calo della redditività

delle vendite sia da una riduzione della velocità di rotazione del CIN. Infine il margine di sicurezza è molto basso (mediamente l'11%) e in diminuzione nel 2009.

Anche dal fronte dei rischi non arrivano segnali incoraggianti:

- i valori delle leve sono molto elevati e in aumento: il GLO è mediamente pari a 9, con un picco di 13,58 nell'ultimo anno; il GLP è stabile, ma pari a 5,6; la GLF subisce un primo salto da 1,88 a 3,68 fra il 2007 e il 2008 e un secondo salto a 4,55 nel 2009;
- le intensità presentano invece valori più "rassicuranti": l'intensità di CIN è pari al 49% e determinata per 3/4 dal CIMM, mentre l'intensità relativa sta diminuendo ed è pari al 65%;
- i forti investimenti hanno portato la vita residua, già elevata, a 12 anni e le durate sono anch'esse notevolmente aumentate. In particolare la *duration* implicita degli attivi è, nel 2009, pari a 29 anni, il doppio rispetto all'anno precedente. La *duration* dei passivi è invece salita a "solo" 16 anni, già nel 2008.

Il settore del commercio al dettaglio può essere considerato uno fra i comparti che maggiormente hanno investito e in particolar modo nell'anno della crisi. Questa politica non è stata adeguata alle esigenze del comparto e ha così generato un forte calo della redditività e un aumento dei rischi in capo ai finanziatori di capitale di rischio.

CONCLUSIONI

Con questa ricerca si è cercato di raggiungere un duplice scopo: da un lato, fornire degli strumenti di lettura della dinamica finanziaria aziendale; dall'altro, utilizzare questi stessi strumenti per interpretare l'andamento dell'economia della Marca Trevigiana nel quinquennio 2004-2009.

Il primo obiettivo, apparentemente di carattere più didattico, risulta essere indispensabile (oltre che fondamentale) in un periodo storico come quello attuale: la globalizzazione dei mercati finanziari, infatti, espone ogni stato (e quindi ogni singola azienda) al rischio di essere "contagiato" dagli shock sviluppatisi negli altri paesi, vicini o lontani che siano. Di conseguenza, il rischio imprenditoriale risulta essere, ad oggi, amplificato rispetto a qualche decennio fa e, pertanto, necessita di essere fronteggiato con degli strumenti opportuni. Tra questi, una buona analisi dei flussi di cassa storici insieme allo studio della redditività e dei rischi aziendali può aiutare ogni imprenditore a (1) capire i punti di forza e di debolezza della propria azienda, (2) dosare opportunamente le risorse finanziarie necessarie per alimentare l'attività d'impresa e (3) fare delle previsioni future più attendibili. La certificata capacità di un'azienda, ad esempio, di autofinanziarsi e di estrarre la massima redditività dal capitale impiegato nell'attività corrente e negli investimenti le permette di essere finanziariamente più solida e di reagire meglio ad un cambiamento improvviso delle condizioni di mercato. Un'azienda finanziata prevalentemente con mezzi di terzi sarà, invece, più esposta al rischio di default in ipotesi, ad esempio, di congiuntura economica negativa accompagnata da un razionamento del credito da parte delle banche, come accaduto di recente a partire dallo scandalo americano dei mutui *subprime*.

In questo scritto, in particolare, si è proposto uno schema di analisi dell'impresa per aree di pertinenza gestionale, ovvero uno schema capace di identificare ceppi decisionali omogenei, tipici della gestione aziendale. Da qui, si è cercato di ricostruire, attraverso l'analisi dei flussi di cassa, se e in che modo le singole gestioni generino o drenino liquidità in azienda. Successivamente si è cercato di verificare se i flussi così determinati rispettino le due forme di equilibrio: verticale e orizzontale. Si è visto che: un equilibrio verticale a saldo positivo è tipico di un'impresa in grado di remunerare il capitale (di rischio e di debito), l'erario e di sostituire i cespiti obsoleti. L'equilibrio orizzontale, invece, deriva dalla contrapposizione tra fabbisogni di capitale per sviluppo ed espansione ed afflussi di risorse dal mercato finanziario (siano esse derivanti da capitale di debito e dal capitale di rischio). Nel lungo termine, i due equilibri dovrebbero realizzarsi autonomamente; a breve termine invece è possibile che uno dei due possa compensare un eventuale squilibrio dell'altro.

Dopo aver analizzato la dinamica finanziaria, si è rivolta l'attenzione all'analisi

delle redditività aziendale e delle sue componenti. Gli strumenti tipicamente utilizzati a questo scopo sono gli indici. Nel presente studio, senza introdurre nulla di nuovo rispetto a quanto la prassi contabile già propone, si è cercato di attribuire ciascuno di questi indicatori alla rispettiva area gestionale di riferimento, per andare ad arricchire l'informazione già ottenuta nella precedente fase di analisi della dinamica finanziaria. Si è potuto anche notare come il dato sulla redditività sia incompleto se non corredato da un'analisi di sensitività della stessa. La sensitività può essere utile per stimare, ad esempio, la probabilità di generazione di redditi operativi negativi, discriminando tra quanta di questa probabilità sia dovuta al carico di oneri finanziari che l'azienda deve al sistema bancario e quanta, invece, dipenda dai carichi d'imposta, dalle componenti straordinarie di reddito e dalla remunerazione della proprietà.

Lo studio ha poi approfondito il tema dei rischi, distinguendoli in 3 tipi: rischi di quantità, rischi di prezzo e rischi finanziari. Misurare il rischio, in generale, significa determinare la variabilità potenziale dei risultati aziendali al mutare degli scenari futuri, determinando così l'esposizione al rischio complessiva dell'azienda. Quest'ultima dipende, per prima cosa, dalla capacità di reazione dell'impresa che, a sua volta, è fortemente influenzata dalle scelte operate nel passato. Una volta misurato il rischio, è necessario valutarlo economicamente, analizzando il rapporto tra costi e benefici potenziali che da esso derivano. Si deciderà poi di coprirlo (con gli opportuni strumenti finanziari) solo nel caso in cui i benefici superino effettivamente i costi. L'importante lezione che abbiamo tratto in queste pagine è che il rischio non è solo portatore di danni in azienda ma, se opportunamente monitorato e gestito, può essere anche fonte di opportunità e incidere nella creazione di nuovo valore. Al pari di terra, capitale e lavoro va quindi annoverato tra i fattori della produzione e merita di essere misurato, valutato e gestito per sfruttarne le opportunità.

Gli strumenti di analisi finanziaria e dei rischi, presentati in questo studio, sono stati via via applicati non ad un'azienda specifica bensì all'economia della Marca Trevigiana, ottenuta dall'aggregazione dei bilanci (2004-2009) di circa 3.000 aziende operanti in questo territorio. I dati ottenuti sono stati ampiamente commentati nei capitoli del testo, ponendo l'attenzione su come le imprese abbiano fronteggiato i problemi di liquidità conseguenti alla crisi. Quello che ci preme nuovamente sottolineare, non nascondendo un velo di preoccupazione, è che le imprese trevigiane vivono ora in una situazione di forte difficoltà: fino al 2007-2008 infatti, esse hanno effettuato grossi investimenti di sviluppo (fino al 30% del MOL prodotto nel 2008), indebitandosi a lungo termine con il sistema bancario. La crisi economica del 2008 ha, però, abbattuto i fatturati e, conseguentemente, tutti i margini, oltre che aumentato i rischi a tutti i livelli. Il sistema bancario ha reagito bloccando l'erogazione dei crediti tanto che la strategia utilizzata globalmente dalle imprese, per far fronte alla carenza di liquidità, è stata quella di: ridurre pesantemente il capitale circolante (-19%), vendere le attività accessorie e azzerare gli investimenti di sviluppo. Questo ha permesso alle imprese di recuperare molta liquidità nel 2009, evidenziando per la prima volta flussi di cassa operativi in grado di coprire tutte le remunerazioni e di rimborsare parte dei debiti contratti con il sistema bancario. La strategia dell'abbattimento del capitale circolante, però, non potrà essere replicata nel lungo termine. Pertanto, se non ci sarà un'immissione di nuova liquidità da parte delle banche, oltre che uno sforzo da parte delle imprese nel cercare nuovi mercati di sbocco, il futuro della ricca area trevigiana potrebbe essere compromesso. A questo proposito sarà interessante replicare l'analisi anche con i dati 2010.

BIBLIOGRAFIA

- Bertinetti G., *Finanza Aziendale Applicata. Strumenti per l'analisi e la gestione finanziaria applicati a un'impresa industriale*, Giappichelli, (2001)
- Brugger G., *L'analisi della dinamica finanziaria d'impresa*, Giuffrè, (1980)
- Brugger G., *Le decisioni finanziarie*, in Pivato G. (a cura di), "Trattato di finanza aziendale", Franco Angeli, (1986)
- Damodaran A. (2010), *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2010 Edition*, Working Paper disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1556382>
- Gardenal G., *La struttura finanziaria delle imprese trevigiane tra redditività e competenza*, sta in AA.VV. "L'economia reale dal punto di osservazione delle Camere di Commercio" – Camera di Commercio di Treviso, (maggio 2007)
- Gardenal G., Mantovani G. M., *Elementi per una valutazione delle capacità imprenditoriali e delle imprese trevigiane*, sta in AA.VV. "Nuovo rapporto sui bilanci aggregati delle imprese trevigiane" – Camera di Commercio di Treviso, (2006)
- Graham B. e Dodd D., *Security Analysis*, Sesta edizione, McGraw-Hill, (2008)
- 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)
- Ibbotson Cost of Capital 2010 Yearbook*, Morningstar, (2010)
- Leland E.H., Toft K.B., (1996), *Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads*, in *The Journal of Finance*, Vol. 51, N. 3, p. 987-1019
- Mantovani G.M., *Valore dell'impresa e valore delle capacità imprenditoriali*, sta in AA.VV. "Le performance delle imprese trevigiane attraverso l'analisi aggregata dei bilanci", CCIAA-Treviso, novembre 2004

120 Bibliografia

- Mantovani G.M., *Competence value e merito di credito delle imprese*, in Argomenti, dicembre 2004, Ed. Franco Angeli
- Massari M., *Gli strumenti per le analisi finanziarie*, in Pivato G. (a cura di), "Trattato di finanza aziendale", Franco Angeli, (1986)
- Massari M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, (1998)
- Mehra, R. e Prescott, E. C. (1985), *The Equity Premium: A Puzzle*, Journal of Monetary Economics, v15, 145-61
- 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
- Rizzini R., *Bilancio e analisi finanziaria delle imprese*, FrancoAngeli (2000)

APPENDICE (di Elisa Daniotti)

Nell'appendice viene presentata, sotto forma di tabella, l'analisi descritta nelle pagine precedenti applicata ai bilanci aggregati di ogni singolo settore.

Nella lettura dei dati si troverà per alcuni valori la scritta n.c., descriviamone brevemente il motivo:

- se il MOL è negativo (settore tessile):
 - i valori del rendiconto e degli equilibri finanziari assumono un valore opposto a quello reale, un flusso in entrata appare come un movimento di liquidità in uscita e viceversa;
 - le durate degli attivi e dei passivi assumono valori negativi perdendo il loro significato economico (numero di anni per coprire con il MOL, il CIMM o le PF-TL);
- se il reddito lordo (ante-imposte) è negativo, il valore della fiscalità apparente è anch'esso negativo; ciò distorce i valori della crescita sostenibile finanziariamente, sovrastimandola;
- nel caso del grado di leva finanziaria, per alcuni settori non è stato possibile calcolarla poiché il reddito di competenza, reddito operativo meno oneri finanziari, è negativo. In tal caso l'applicazione meccanica di tale indicatore avrebbe consegnato un risultato negativo, economicamente privo di significato;
- per quanto riguarda la *duration degli attivi*, l'incapacità di calcolarla indica che il risultato, ovvero gli anni necessari a coprire i capitali fissi dato il MOL generato e il tasso soglia, è molto elevato. Questo può essere dovuto a un valore del MOL troppo basso rispetto al CIMM o viceversa a valori troppo elevati di capitale immobilizzato rispetto al margine operativo lordo realizzato.

Per la comprensione degli altri risultati si rimanda a quanto descritto nei capitoli precedenti.

I dati presentati sono nostre elaborazioni su dati AIDA-Bureau Van Dijk.

Tabella A. 1 - Settori dell'agricoltura, caccia e servizi e della silvicoltura (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	304.031	312.431	312.427	268.037	262.988	242.145	
	Passività Correnti presunte	177.238	157.058	138.231	121.053	130.827	136.335	
	CCNC	126.793	155.373	174.196	146.984	132.161	105.810	
	CIMM	284.435	266.349	232.185	233.919	226.683	205.201	
	CIN	411.228	421.722	406.381	380.903	358.844	311.011	
	LIQG CIAA CIT	29.030 18.477	28.301 20.453	23.680 17.992	21.825 16.222	25.935 12.541	32.702 10.166	
	458.735	470.476	448.053	418.950	397.320	353.879		
Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	171.353	157.522	137.855	124.602	120.505	109.728	
	PF-TL	287.382	312.954	310.198	294.348	276.815	244.151	
	PF-TN	258.352	284.653	286.518	272.523	250.880	211.449	
	Indebitamento totale	1,68	1,99	2,25	2,36	2,30	2,23	
	Indebitamento industriale	2,32	2,88	3,23	3,40	3,37	3,65	
	Assorbimento corrente del capitale di debito	44,12%	49,65%	56,16%	49,94%	47,74%	43,34%	
	Irrispettosità finanziaria	16,53%	15,58%	13,43%	12,93%	13,90%	17,56%	
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	39,35%	34,77%	30,41%	37,14%	38,36%	39,10%	
Analisi finanziaria	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
	Variazione CCNC	-91,07%	-58,59%	-85,87%	-45,18%	-45,18%	81,22%	
	FMG Corrente	191,07%	158,59%	14,13%	54,82%	18,78%	n.d.	
	FMG Investimenti	-82,94%	-110,65%	-48,96%	-77,74%	-127,86%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-62,73%	-54,84%	-54,43%	-55,88%	-54,25%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-20,21%	-55,81%	5,47%	-73,62%	-73,62%	n.d.	
	FMG Operativa	108,13%	47,94%	-34,83%	-22,92%	-109,08%	n.d.	
	FMG Tributaria	-11,10%	-12,41%	-15,83%	-16,06%	-18,01%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	97,03%	35,53%	-50,66%	-38,98%	-127,10%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	1,45%	5,38%	41,82%	-5,18%	6,37%	n.d.	
	Fabbisogno aziendale	98,47%	40,91%	-8,84%	-44,16%	-120,73%	n.d.	
	Coperture attivate							
	FMG Finanza del debito	-101,99%	-35,36%	17,05%	44,78%	102,99%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-18,19%	-29,56%	-27,11%	-21,18%	-18,55%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-83,81%	-5,81%	44,16%	65,96%	121,54%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	3,52%	-5,55%	-8,22%	-0,62%	17,74%	n.d.		
Remunerazioni	-4,33%	-9,39%	-10,15%	4,53%	6,77%	n.d.		
Varianti in conto capitale	7,85%	3,84%	1,93%	-5,15%	10,96%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	191,07%	158,59%	14,13%	54,82%	18,78%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	1,45%	5,38%	41,82%	-5,18%	6,37%	n.d.		
Totale disponibile	192,52%	163,97%	55,95%	49,64%	25,15%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-62,73%	-54,84%	-54,43%	-55,88%	-54,25%	n.d.		
Imposte	-11,10%	-12,41%	-15,83%	-16,06%	-18,01%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-18,19%	-29,56%	-27,11%	-21,18%	-18,55%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	-4,33%	-9,39%	-10,15%	4,53%	6,77%	n.d.		
SALDO VERTICALE	96,17%	57,78%	-51,56%	-38,95%	-58,88%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	7,85%	3,84%	1,93%	-5,15%	10,96%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-83,81%	-5,81%	44,16%	65,96%	121,54%	n.d.		
Totale disponibile	-75,96%	-1,97%	46,09%	60,81%	132,50%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-20,21%	-55,81%	5,47%	-21,86%	-73,62%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-96,17%	-57,78%	51,56%	38,95%	58,88%	n.d.		
Redditività	MOL/F	5,18%	4,85%	5,29%	5,81%	5,90%	5,23%	
	fiscali apparente	77,98%	43,32%	24,03%	55,44%	44,04%	54,27%	
	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-19,80%	-20,72%	-25,06%	-23,43%	-20,72%	-17,22%	
	crescita sostenibile finanziariamente	5,76%	13,27%	16,04%	11,05%	15,92%	13,88%	
	ROC	2,84%	3,44%	3,55%	3,80%	4,14%	3,92%	
	ROS	1,93%	2,19%	2,41%	2,56%	2,70%	2,26%	
Margine di sicurezza	Rotazione CIN	1,47	1,57	1,47	1,48	1,53	1,73	
	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	CIN	CIN	ROS	ROS	
	MDC/F	12,97%	12,14%	12,98%	13,53%	13,86%	12,79%	
	Costi fissi	66.792	65.813	63.282	61.950	61.409	56.819	
Punto di pareggio (BEP)	515.153	542.308	487.683	457.847	443.123	444.253		
MDS	14,90%	18,06%	18,58%	18,94%	19,47%	17,65%		
I rischi aziendali	Intensità di CIN	67,93%	63,72%	67,85%	67,44%	65,22%	57,65%	
	Intensità di CCNC	20,94%	23,48%	29,08%	26,02%	24,02%	19,61%	
	Intensità di CIMM	46,98%	40,24%	38,76%	41,41%	41,20%	38,04%	
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	44,58%	58,33%	75,02%	62,84%	58,30%	51,56%	
	GLO	6,71	5,54	5,38	5,28	5,14	5,67	
	GLP	8,44	9,07	8,43	8,06	7,86	8,57	
	GLF	2,90	5,74	3,69	2,48	2,03	2,40	
	GLC	19,48	31,76	19,87	13,09	10,42	13,60	
	Vita residua presunta dei cespiti	14,45	15,12	13,46	12,76	12,88	12,81	
	Duration implicita degli attivi	44,99	23,79	24,28	21,69	17,83	18,77	
	Costo medio contabile del debito	2,67%	3,83%	3,39%	2,93%	2,72%	2,91%	
Duration implicita dei passivi	15,61	19,23	20,52	17,26	15,84	16,44		
Duration gap attivo/passivo	29,38	4,56	3,76	4,43	1,99	2,32		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,06	1,19	1,37	1,27	1,19	1,22		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,12	1,98	2,32	2,14	1,92	1,91		

Tabella A. 2 - Settori alimentari e delle bevande (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	572.065	572.504	538.521	490.029	462.761	448.160	
	Passività Correnti presunte	307.994	284.883	286.626	279.953	263.652	252.397	
	CCNC	264.071	287.621	251.895	210.076	199.109	195.764	
	CIMM	390.941	338.533	276.777	266.198	243.890	221.980	
	CIN	655.012	626.154	528.672	476.274	442.999	417.744	
	LIQG	56.922	41.260	48.008	44.333	40.879	36.186	
	CIAA	7.128	16.278	12.023	3.933	5.345	3.083	
CIT	719.062	683.692	588.703	524.540	489.223	457.013		
Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	372.543	309.009	239.101	222.201	205.856	189.032	
	PF-TL	346.519	374.683	349.602	302.339	283.367	267.981	
	PF-TN	289.597	333.423	301.594	258.006	242.488	231.795	
	Indebitamento totale	0,93	1,21	1,46	1,36	1,38	1,42	
	Indebitamento industriale	1,12	1,49	1,95	1,74	1,78	1,79	
	Assorbimento corrente del capitale di debito	76,21%	76,76%	72,05%	69,48%	70,27%	73,05%	
	Irrispettosità finanziaria	18,48%	15,36%	17,17%	15,96%	16,31%	14,65%	
Copertura finanziaria degli investimenti fissi	5,31%	7,88%	10,78%	14,55%	13,42%	12,29%		
Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
	Variazione CCNC	-21,39%	37,65%	-45,86%	-12,95%	4,10%	n.d.	
	FMG Corrente	121,39%	62,35%	54,14%	87,05%	95,90%	n.d.	
	FMG investimenti	-70,04%	-57,74%	-56,42%	-76,69%	-68,51%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-39,48%	-43,12%	-43,95%	-48,67%	-49,26%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-30,57%	-14,62%	-12,47%	-28,02%	-19,25%	n.d.	
	FMG Operativa	51,35%	4,61%	-2,29%	10,36%	27,39%	n.d.	
	FMG Tributaria	-20,50%	-20,02%	-20,68%	-24,82%	-23,47%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	30,85%	-15,42%	-22,96%	-14,46%	3,91%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	7,41%	-3,03%	-8,62%	3,34%	-5,90%	n.d.	
	Fabbisogno aziendale	38,26%	-18,45%	-31,58%	-11,13%	-1,99%	n.d.	
	Coperture attivate							
	FMG Finanza del debito	-49,05%	16,18%	32,26%	7,30%	2,34%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-9,25%	-17,36%	-15,54%	-11,03%	-10,77%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-39,81%	33,55%	47,80%	18,33%	13,12%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	10,79%	2,26%	-0,68%	3,83%	-0,36%	n.d.		
Remunerazioni	2,66%	0,79%	0,68%	-4,03%	-2,59%	n.d.		
Varianti in conto capitale	8,13%	1,47%	-1,36%	7,85%	2,23%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	121,39%	62,35%	54,14%	87,05%	95,90%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	7,41%	-3,03%	-8,62%	3,34%	-5,90%	n.d.	
	Totale disponibile	128,80%	59,31%	45,52%	90,38%	90,00%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-39,48%	-43,12%	-43,95%	-48,67%	-49,26%	n.d.	
	Imposte	-20,50%	-20,02%	-20,68%	-24,82%	-23,47%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-9,25%	-17,36%	-15,54%	-11,03%	-10,77%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	2,66%	0,79%	0,68%	-4,03%	-2,59%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	62,25%	-20,40%	-33,97%	1,84%	3,90%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
	Apporti di nuovo capitale di rischio	8,13%	1,47%	-1,36%	7,85%	2,23%	n.d.	
	Apporti di nuovo capitale di debito	-39,81%	33,55%	47,80%	18,33%	13,12%	n.d.	
	Totale disponibile	-31,68%	35,02%	46,44%	26,18%	15,35%	n.d.	
Investimenti di espansione e sviluppo	-30,57%	-14,62%	-12,47%	-28,02%	-19,25%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-62,25%	20,40%	33,97%	-1,84%	-3,90%	n.d.		
Crescita sostenibile	MOL/F	9,34%	8,17%	8,49%	9,13%	8,27%	7,98%	
	fiscaltà apparente	40,68%	49,18%	50,79%	59,03%	63,74%	58,72%	
Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-16,86%	-20,62%	-19,26%	-17,42%	-17,20%	-16,94%	
	crescita sostenibile finanziariamente	32,86%	20,14%	21,67%	19,78%	17,44%	19,44%	
	ROC	10,17%	8,62%	9,67%	9,13%	9,34%	9,30%	
Margine di sicurezza	ROS	5,65%	4,65%	4,76%	4,32%	4,20%	4,02%	
	Rotazione CIN	1,80	1,85	2,03	2,11	2,23	2,32	
	Fattore di massima contribuzione	ROS	CIN	ROS	ROS	ROS	ROS	
Intensità d'uso del capitale	MDC/F	20,95%	19,46%	20,05%	20,38%	19,97%	19,26%	
	Costi fissi	180.305	171.973	164.303	161.717	155.543	147.528	
	Punto di pareggio (BEP)	860.663	883.901	819.670	793.446	778.745	765.836	
Leve di rischio	MDS	26,98%	23,88%	23,73%	21,18%	21,01%	20,85%	
	Intensità di CIN	55,57%	53,92%	49,20%	47,31%	44,94%	43,17%	
	Intensità di CCNC	22,40%	24,77%	23,44%	20,87%	20,20%	20,23%	
Duration implicite	Intensità di CIMM	33,17%	29,15%	25,76%	26,44%	24,74%	22,94%	
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	67,55%	84,96%	91,01%	78,92%	81,64%	88,19%	
	GLO	3,71	4,19	4,21	4,72	4,76	4,80	
	GLP	5,06	5,47	5,30	5,21	5,32	5,53	
	GLF	1,28	1,57	1,44	1,38	1,37	1,43	
Duration implicite	GLC	4,73	6,56	6,08	6,52	6,51	6,87	
	Vita residua presunta dei cespiti	9,00	8,27	6,91	6,46	6,07	5,79	
	Duration implicita degli attivi	6,05	5,99	5,59	5,79	5,28	5,02	
	Costo medio contabile del debito	4,18%	5,22%	4,48%	3,97%	3,92%	4,37%	
	Duration implicita dei passivi	4,89	6,57	6,76	6,11	5,91	6,00	
Duration gap attivo/passivo	1,17	-0,58	-1,17	-0,31	-0,63	-0,98		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	0,59	0,83	0,98	0,95	0,98	1,03		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,23	1,42	1,61	1,64	1,61	1,66		

124 Appendice

Tabella A. 3 - Settore tessile (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	472.883	536.263	556.701	578.742	534.335	631.102	
	Passività Correnti presunte	248.056	282.099	312.682	318.982	305.889	363.490	
	CCNC	224.827	254.164	244.019	259.761	228.446	267.612	
	CIMM	352.451	373.379	364.034	317.379	326.875	418.796	
	CIN	577.278	627.543	608.053	577.140	555.321	686.408	
	LIQG	37.614	43.552	40.675	62.030	59.606	93.441	
	CIAA	17.097	20.534	10.366	32.662	43.130	18.011	
CIT	631.989	691.629	659.094	671.832	658.057	797.860		
Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	268.117	336.461	304.630	306.476	313.073	298.451	
	PF-TL	363.872	355.168	354.464	365.356	344.984	499.409	
	PF-TN	326.258	311.616	313.789	303.326	285.378	405.968	
	Indebitamento totale	1,36	1,06	1,16	1,19	1,10	1,67	
	Indebitamento industriale	1,71	1,30	1,40	1,73	1,64	2,67	
	Assorbimento corrente del capitale di debito	61,79%	71,56%	68,84%	71,10%	66,22%	53,59%	
	Irrispettosità finanziaria	15,04%	18,04%	14,40%	25,92%	29,78%	22,32%	
Copertura finanziaria degli investimenti fissi	23,18%	10,39%	16,76%	2,98%	4,00%	24,10%		
Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	n.c.	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
	Variazione CCNC	n.c.	-24,61%	-50,13%	-49,24%	-46,77%	n.d.	
	FMG Corrente	n.c.	75,39%	150,13%	50,76%	146,77%	n.d.	
	FMG Investimenti	n.c.	-68,27%	-305,60%	-55,37%	47,56%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	n.c.	-88,04%	-145,01%	-70,08%	-63,60%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	n.c.	19,77%	-160,59%	14,70%	111,16%	n.d.	
	FMG Operativa	n.c.	7,12%	-155,47%	-4,61%	194,32%	n.d.	
	FMG Tributaria	n.c.	-25,60%	-66,54%	-19,48%	-16,28%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	n.c.	-18,48%	-222,01%	-24,09%	178,05%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	n.c.	-25,96%	148,05%	37,62%	-19,80%	n.d.	
	Fabbisogno aziendale	n.c.	-44,44%	-73,97%	13,53%	158,25%	n.d.	
	Coperture attivate							
FMG Finanza del debito	n.c.	-45,61%	-20,39%	-2,71%	-168,41%	n.d.		
Remunerazioni a finanziatori	n.c.	-40,34%	-53,71%	-30,93%	-24,42%	n.d.		
Varianti in conto capitale	n.c.	-5,27%	33,32%	28,22%	-143,99%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	n.c.	90,05%	94,36%	-10,81%	10,16%	n.d.		
Remunerazioni	n.c.	52,01%	94,36%	-11,31%	5,36%	n.d.		
Varianti in conto capitale	n.c.	38,04%	0,00%	0,50%	4,80%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	n.c.	75,39%	150,13%	50,76%	146,77%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	n.c.	-25,96%	148,05%	37,62%	-19,80%	n.d.	
	Totale disponibile	n.c.	49,43%	298,17%	88,38%	126,97%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	n.c.	-88,04%	-145,01%	-70,08%	-63,60%	n.d.	
	Imposte	n.c.	-25,60%	-66,54%	-19,48%	-16,28%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	n.c.	-40,34%	-53,71%	-30,93%	-24,42%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	n.c.	52,01%	94,36%	-11,31%	5,36%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	n.c.	-52,54%	127,27%	-43,43%	28,04%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	n.c.	38,04%	0,00%	0,50%	4,80%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	n.c.	-5,27%	33,32%	28,22%	-143,99%	n.d.		
Totale disponibile	n.c.	32,77%	33,32%	28,72%	-139,19%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	n.c.	19,77%	-160,59%	14,70%	111,16%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	n.c.	52,54%	-127,27%	43,43%	-28,04%	n.d.		
Reddittività	MOL/F	-3,31%	4,11%	2,94%	5,96%	8,22%	7,10%	
	fiscaltà apparente	-6,76%	-86,24%	-318,83%	97,69%	73,72%	60,32%	
	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-32,85%	-17,70%	-10,53%	-24,20%	-20,27%	-13,92%	
	crescita sostenibile finanziariamente	-10,75%	43,27%	116,92%	0,57%	10,66%	20,23%	
	ROC	-10,48%	0,79%	-2,32%	3,30%	5,49%	4,87%	
	ROS	-7,89%	0,49%	-1,32%	1,78%	2,99%	2,09%	
Margine di sicurezza	Rotazione CIN	1,33	1,60	1,76	1,85	1,83	2,33	
	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	CIN	CIN	ROS	CIN	
	MDC/F	22,75%	28,91%	26,85%	24,04%	22,65%	38,13%	
	Costi fissi	235.023	284.866	300.968	237.566	200.211	576.126	
Punto di pareggio (BEP)	1.032.842	985.432	1.120.736	988.016	884.050	1.510.851		
MDS	-34,67%	1,70%	-4,93%	7,42%	13,21%	5,49%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	75,27%	62,60%	56,93%	54,08%	54,52%	42,94%
	Intensità di CCNC	29,31%	25,35%	22,85%	24,34%	22,43%	16,74%	
	Intensità di CIMM	45,95%	37,25%	34,08%	29,74%	32,09%	26,20%	
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	63,79%	68,07%	67,03%	81,85%	69,89%	63,90%	
	Leve di rischiosità	GLO	-2,88	58,78	-20,29	13,48	7,57	18,23
		GLP	4,64	3,62	3,91	4,38	4,67	2,72
		GLF	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	2,26	5,05
		GLC	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	17,11	91,97
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	10,03	10,29	7,99	7,12	6,14	5,23
		Duration implicite degli attivi	n.c.	n.c.	n.c.	23,71	10,31	9,22
Costo medio contabile del debito		4,92%	7,56%	6,84%	5,47%	4,93%	5,37%	
Duration implicite dei passivi		n.c.	31,41	n.c.	11,88	7,50	8,32	
Duration gap attivo/passivo		4,76	n.c.	n.c.	11,82	2,81	0,90	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	-2,55	1,70	2,81	1,49	1,19	1,47		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	-6,55	3,92	5,99	2,99	2,35	2,39		

Tabella A. 4 - Settore della fabbricazione di vestiti, tintura, pellicce (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	495.402	591.511	545.476	475.068	394.642	362.542
		Passività Correnti presunte	189.810	208.035	220.248	174.056	171.694	142.675
		CCNC	305.592	383.476	325.228	301.012	222.948	219.867
		CIMM	224.467	239.716	154.828	121.194	113.874	102.719
		CIN	530.059	623.192	480.056	422.206	336.822	322.586
		LIQG	123.645	82.203	132.714	98.495	75.132	65.013
	CIAA	40.890	53.044	33.976	24.136	33.163	19.805	
	CIT	694.594	758.439	646.746	544.837	445.117	407.404	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	484.453	490.084	408.877	337.935	263.468	206.287
		PF-TL	210.141	268.355	237.869	206.902	181.649	201.117
		PF-TN	86.496	186.152	105.155	108.407	106.517	136.104
		Indebitamento totale	0,43	0,55	0,58	0,61	0,69	0,97
		Indebitamento industriale	0,66	0,76	0,98	0,96	1,17	1,66
		Assorbimento corrente del capitale di debito	145,42%	142,90%	136,73%	145,49%	122,74%	109,32%
		Irrispettosità finanziaria	78,30%	50,40%	70,08%	59,27%	59,62%	42,17%
		Copertura finanziaria degli investimenti fissi	-123,72%	-93,30%	-106,80%	-104,76%	-82,35%	-51,50%
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-42,20%	-28,81%	-10,00%	40,60%	1,96%	n.d.
		FMG Corrente	142,20%	71,19%	90,00%	59,40%	98,04%	n.d.
		FMG Investimenti	-22,41%	-41,43%	-26,21%	-17,73%	-21,86%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-30,62%	-4,32%	-12,32%	-13,97%	-16,97%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	8,21%	-37,11%	-13,89%	-3,75%	-4,90%	n.d.
		FMG Operativa	119,78%	29,76%	63,78%	41,67%	76,17%	n.d.
		FMG Tributaria	-27,75%	-28,94%	-29,15%	-26,21%	-27,68%	n.d.
		Fabbisogno operativo	92,03%	0,82%	34,64%	15,45%	48,49%	n.d.
FMG accessorie e straordinarie		3,92%	-10,30%	-5,90%	4,82%	-8,25%	n.d.	
Fabbisogno aziendale	95,95%	-9,48%	28,74%	20,28%	40,24%	n.d.		
Coperture attivate								
Equilibri finanziari rispetto al MOL	FMG Finanza del debito	-57,47%	34,51%	-4,34%	-0,50%	-20,24%	n.d.	
	Remunerazioni a finanziatori	-3,48%	-5,56%	-3,00%	-1,49%	-1,40%	n.d.	
	Varianti in conto capitale	-53,99%	40,07%	-1,34%	0,98%	-18,84%	n.d.	
	FMG Finanza dell'equity	-38,48%	-25,03%	-24,39%	-19,77%	-19,99%	n.d.	
	Remunerazioni	-38,53%	-25,09%	-24,51%	-2,23%	-18,00%	n.d.	
Varianti in conto capitale	0,05%	0,06%	0,12%	-17,55%	-1,99%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
Equilibri finanziari rispetto al MOL	FMG Corrente	142,20%	71,19%	90,00%	59,40%	98,04%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	3,92%	-10,30%	-5,90%	4,82%	-8,25%	n.d.	
	Totale disponibile	146,12%	60,89%	84,09%	64,22%	89,79%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-30,62%	-4,32%	-12,32%	-13,97%	-16,97%	n.d.	
	Imposte	-27,75%	-28,94%	-29,15%	-26,21%	-27,68%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-3,48%	-5,56%	-3,00%	-1,49%	-1,40%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	-38,53%	-25,09%	-24,51%	-2,23%	-18,00%	n.d.	
SALDO VERTICALE	45,74%	-3,01%	15,12%	20,32%	25,73%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Equilibri finanziari rispetto al MOL	Apporti di nuovo capitale di rischio	0,05%	0,06%	0,12%	-17,55%	-1,99%	n.d.	
	Apporti di nuovo capitale di debito	-53,99%	40,07%	-1,34%	0,98%	-18,84%	n.d.	
	Totale disponibile	-53,94%	40,13%	-1,23%	-16,56%	-20,83%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo	8,21%	-37,11%	-13,89%	-3,75%	-4,90%	n.d.	
	SALDO ORIZZONTALE	-45,74%	3,01%	-15,12%	-20,32%	-25,73%	n.d.	
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	15,77%	15,61%	20,11%	18,87%	18,97%	17,22%
		fiscalità apparente	43,80%	32,54%	35,14%	30,94%	33,77%	28,02%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-17,25%	-19,08%	-13,98%	-16,51%	-14,37%	-20,12%
		ROC	24,16%	31,04%	44,21%	39,17%	38,71%	28,71%
		ROS	10,94%	14,94%	17,64%	16,23%	15,75%	13,70%
	Margine di sicurezza	Rotazione CIN	2,21	2,08	2,51	2,41	2,46	2,10
		Fattore di massima contribuzione	CIN			ROS	ROS	ROS
		MDC/F	34,16%	20,71%	33,67%	31,55%	32,63%	32,38%
		Costi fissi	271.754	74.703	193.033	156.068	139.726	126.325
	Punto di pareggio (BEP)	795.534	360.737	573.233	494.674	428.222	390.158	
MDS	32,03%	72,14%	52,37%	51,45%	48,27%	42,30%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	45,29%	48,13%	39,89%	41,44%	40,69%	47,71%
		Intensità di CCNC	26,11%	29,62%	27,02%	29,54%	26,93%	32,52%
		Intensità di CIMM	19,18%	18,51%	12,86%	11,89%	13,76%	15,19%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	136,14%	159,97%	210,06%	248,37%	195,78%	214,05%
	Leve di rischiosità	GLO	3,12	1,39	1,91	1,94	2,07	2,36
		GLP	3,05	5,13	3,09	3,31	3,19	3,22
		GLF	1,09	1,09	1,07	1,07	1,07	1,12
		GLC	3,41	1,51	2,03	2,08	2,23	2,65
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	3,97	27,47	5,19	4,51	4,27	4,31
		Duration implicite degli attivi	2,04	1,92	1,07	1,05	1,20	1,48
Costo medio contabile del debito		5,20%	5,76%	5,49%	5,19%	4,95%	5,01%	
Duration implicite dei passivi		1,68	1,99	1,57	1,72	1,85	2,83	
Duration gap attivo/passivo		0,36	-0,07	-0,50	-0,67	-0,64	-1,35	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito		0,45	0,13	0,33	0,41	0,46	0,68	
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,36	0,52	0,79	0,96	0,96	1,23		

Tabella A. 5 - Settore della concia del cuoio (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	378.483	405.464	408.934	395.530	354.387	346.245
		Passività Correnti presunte	181.545	182.103	179.765	185.676	166.841	164.608
		CCNC	196.938	223.361	229.169	209.854	187.546	181.637
		CIMM	165.095	167.627	126.296	131.801	117.354	107.015
		CIN	362.033	390.988	355.465	341.655	304.900	288.652
		LIQG	34.713	23.554	28.259	32.808	39.229	39.780
		CIAA	3.559	2.763	3.594	2.631	2.927	2.758
	CIT	400.305	417.305	387.318	377.094	347.056	331.190	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	135.742	133.737	102.619	107.088	108.127	118.289
		PF-TL	264.563	283.568	284.699	270.006	238.929	212.901
		PF-TN	229.850	260.014	256.440	237.198	199.700	173.121
		Indebitamento totale	1,95	2,12	2,77	2,52	2,21	1,80
		Indebitamento industriale	2,71	2,64	4,02	3,77	3,62	2,81
		Assorbimento corrente del capitale di debito	74,44%	78,77%	80,50%	77,72%	78,49%	85,32%
		Irrispettosità finanziaria	14,47%	9,28%	11,19%	13,13%	17,64%	19,98%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	11,09%	11,95%	8,32%	9,15%	3,86%	-5,30%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-69,04%	-10,70%	-37,57%	-38,41%	-10,77%	n.d.
		FMG Corrente	169,04%	110,70%	62,43%	61,59%	89,23%	n.d.
		FMG Investimenti	-45,65%	-98,06%	-37,12%	-60,84%	-61,66%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-55,21%	-43,85%	-43,54%	-37,58%	-43,13%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	9,56%	-54,21%	6,41%	-23,26%	-18,52%	n.d.
		FMG Operativa	123,39%	12,64%	25,31%	0,75%	27,57%	n.d.
		FMG Tributaria	-9,86%	-19,67%	-14,80%	-26,87%	-22,46%	n.d.
Fabbisogno operativo		113,53%	-7,03%	10,51%	-26,11%	5,12%	n.d.	
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>-3,77%</i>	<i>2,42%</i>	<i>-1,17%</i>	<i>-0,90%</i>	<i>-0,44%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale		109,76%	-4,61%	9,33%	-27,01%	4,68%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-95,00%	-15,93%	8,37%	48,28%	34,60%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-16,18%	-22,52%	-29,05%	-16,27%	-13,85%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-78,82%	6,58%	37,43%	64,56%	48,45%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-14,76%	20,54%	-17,71%	-21,27%	-39,28%	n.d.		
Remunerazioni	-18,68%	19,29%	-20,23%	-21,32%	-37,46%	n.d.		
Varianti in conto capitale	3,92%	1,25%	2,52%	0,05%	-1,82%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	169,04%	110,70%	62,43%	61,59%	89,23%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	-3,77%	2,42%	-1,17%	-0,90%	-0,44%	n.d.	
	Totale disponibile	165,27%	113,12%	61,26%	60,70%	88,79%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-55,21%	-43,85%	-43,54%	-37,58%	-43,13%	n.d.	
	Imposte	-9,86%	-19,67%	-14,80%	-26,87%	-22,46%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-16,18%	-22,52%	-29,05%	-16,27%	-13,85%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	-18,68%	19,29%	-20,23%	-21,32%	-37,46%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	65,34%	46,38%	-46,36%	-41,34%	-28,11%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	3,92%	1,25%	2,52%	0,05%	-1,82%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-78,82%	6,58%	37,43%	64,56%	48,45%	n.d.		
Totale disponibile	-74,90%	7,83%	39,95%	64,61%	46,63%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	9,56%	-54,21%	6,41%	-23,26%	-18,52%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-65,34%	-46,38%	46,36%	41,34%	28,11%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	5,18%	6,67%	6,28%	7,06%	7,14%	8,04%
		fiscalità apparente	36,62%	56,97%	52,64%	59,94%	52,36%	57,45%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-23,36%	-24,56%	-25,01%	-22,66%	-20,99%	-19,75%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	4,73%	7,80%	8,17%	10,61%	10,23%	13,67%
		ROS	2,32%	3,74%	3,54%	4,40%	4,06%	5,03%
		Rotazione CIN	2,04	2,08	2,30	2,41	2,52	2,72
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	ROS	CIN	ROS	CIN	ROS
		MDC/F	18,21%	19,42%	18,40%	18,42%	18,66%	19,23%
		Costi fissi	117.436	127.647	121.673	115.382	112.279	111.234
		Punto di pareggio (BEP)	645.063	657.261	661.320	626.393	601.621	578.581
MDS	12,74%	19,28%	19,26%	23,91%	21,74%	26,19%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	48,98%	48,02%	43,40%	41,50%	39,66%	36,83%
		Intensità di CCNC	26,64%	27,43%	27,98%	25,49%	24,39%	23,17%
		Intensità di CIMM	22,33%	20,59%	15,42%	16,01%	15,26%	13,65%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	119,29%	133,25%	181,45%	159,22%	159,81%	169,73%
	Leve di rischiosità	GLO	7,85	5,19	5,19	4,18	4,60	3,82
		GLP	5,87	5,48	5,81	5,80	5,72	5,54
		GLF	2,18	2,23	1,99	1,43	1,42	1,35
		GLC	17,10	11,58	10,34	6,00	6,52	5,14
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	7,81	7,04	5,64	6,04	4,96	4,55
		Duration implicite degli attivi	19,83	6,71	5,22	4,66	4,20	3,15
Costo medio contabile del debito		3,50%	5,93%	5,08%	4,06%	3,84%	4,76%	
Duration implicite dei passivi		11,81	9,68	10,99	8,31	7,62	5,90	
Duration gap attivo/passivo	8,03	-2,96	-5,76	-3,65	-3,43	-2,75		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,42	1,28	1,72	1,32	1,46	1,26		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	3,03	2,26	2,66	2,15	2,28	2,00		

Tabella A. 6 - Settore della fabbricazione articoli in legno, sughero, paglia (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	472.845	478.530	492.939	468.831	420.373	355.648
		Passività Correnti presunte	205.260	216.117	216.870	194.360	177.663	155.166
		CCNC	267.585	262.414	276.069	274.471	242.710	200.482
		CIMM	471.569	466.550	290.369	239.759	224.241	203.149
		CIN	739.154	728.964	566.438	514.230	466.951	403.631
		LIQG	51.106	51.697	50.091	40.458	41.532	43.039
	CIAA	9.675	8.449	12.150	9.494	10.157	11.547	
	CIT	799.935	789.110	628.679	564.182	518.640	458.217	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	344.540	347.058	229.226	211.202	196.739	188.911
		PF-TL	455.395	442.052	399.453	352.980	321.901	269.306
		PF-TN	404.289	390.355	349.362	312.522	280.369	226.267
		Indebitamento totale	1,32	1,27	1,74	1,67	1,64	1,43
		Indebitamento industriale	1,60	1,54	2,39	2,19	2,22	2,00
		Assorbimento corrente del capitale di debito	58,76%	59,36%	69,11%	77,76%	75,40%	74,44%
	Irrispettosità finanziaria	13,35%	13,61%	15,58%	14,15%	16,06%	20,27%	
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	27,89%	27,03%	15,31%	8,09%	8,54%	5,29%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-9,01%	-17,93%	-1,70%	-39,41%	70,06%	n.d.
		FMG Corrente	90,99%	117,93%	98,30%	60,59%	29,94%	n.d.
		FMG Investimenti	-78,12%	-145,67%	-96,32%	-64,28%	-88,48%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-68,48%	-55,13%	-42,43%	-44,67%	-54,88%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-9,63%	-90,54%	-53,89%	-19,61%	-33,59%	n.d.
		FMG Operativa	12,88%	-27,75%	1,98%	-3,69%	-58,54%	n.d.
		FMG Tributaria	-14,45%	-11,43%	-21,85%	-25,72%	-22,06%	n.d.
		Fabbisogno operativo	-1,57%	-39,18%	-19,86%	-29,40%	-80,60%	n.d.
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>-8,57%</i>	<i>5,02%</i>	<i>-2,21%</i>	<i>4,34%</i>	<i>4,85%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale		-10,14%	-34,16%	-22,07%	-25,06%	-75,75%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		4,02%	28,78%	22,02%	25,71%	72,66%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-20,24%	-25,03%	-17,13%	-14,19%	-17,13%	n.d.		
Varianti in conto capitale	24,27%	53,81%	39,15%	39,89%	89,76%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	6,11%	5,38%	0,05%	-0,65%	3,09%	n.d.		
Remunerazioni	4,06%	4,58%	-3,95%	-0,33%	-0,04%	n.d.		
Varianti in conto capitale	2,05%	0,80%	4,00%	-0,31%	3,13%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	90,99%	117,93%	98,30%	60,59%	29,94%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	-8,57%	5,02%	-2,21%	4,34%	4,85%	n.d.	
	Totale disponibile	82,42%	122,94%	96,09%	64,94%	34,78%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-68,48%	-55,13%	-42,43%	-44,67%	-54,88%	n.d.	
	Imposte	-14,45%	-11,43%	-21,85%	-25,72%	-22,06%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-20,24%	-25,03%	-17,13%	-14,19%	-17,13%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	4,06%	4,58%	-3,95%	-0,33%	-0,04%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	-16,68%	35,93%	10,73%	-19,97%	-59,30%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	2,05%	0,80%	4,00%	-0,31%	3,13%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	24,27%	53,81%	39,15%	39,89%	89,76%	n.d.		
Totale disponibile	26,32%	54,61%	43,15%	39,58%	92,89%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-9,63%	-90,54%	-53,89%	-19,61%	-33,59%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	16,68%	-35,93%	-10,73%	19,97%	59,30%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	8,05%	9,11%	10,69%	10,27%	8,96%	9,66%
		fiscalità apparente	290,24%	56,63%	52,93%	57,08%	72,24%	54,65%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-52,80%	-27,43%	-26,33%	-30,56%	-33,58%	-27,90%
		crescita sostenibile finanziariamente	-28,99%	14,40%	19,11%	14,42%	7,40%	15,71%
		ROC	2,45%	4,69%	9,56%	8,67%	5,82%	7,59%
	ROS	2,54%	4,09%	6,15%	5,68%	4,04%	4,94%	
Rotazione CIN	0,97	1,15	1,55	1,53	1,44	1,54		
Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	CIN	ROS	
	MDC/F	25,83%	24,97%	25,18%	25,90%	25,60%	26,38%	
	Costi fissi	166.233	174.629	167.486	158.692	145.079	133.144	
	Punto di pareggio (BEP)	643.564	699.339	665.143	612.722	566.814	504.745	
MDS	9,82%	16,37%	24,44%	21,94%	15,78%	18,71%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	103,58%	87,17%	64,35%	65,52%	69,38%	65,00%
		Intensità di CCNC	37,50%	31,38%	31,36%	34,97%	36,06%	32,29%
		Intensità di CIMM	66,08%	55,79%	32,99%	30,55%	33,32%	32,72%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	56,74%	56,25%	95,08%	114,48%	108,24%	98,69%
	Leve di rischiosità	GLO	10,18	6,11	4,09	4,56	6,34	5,34
		GLP	4,07	4,21	4,18	4,06	4,11	3,98
		GLF	3,80	3,31	1,59	1,48	1,75	1,68
		GLC	38,71	20,19	6,52	6,75	11,11	8,95
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	11,99	11,11	7,27	6,66	6,78	6,92
		Duration implicite degli attivi	n.c.	22,61	6,61	6,22	8,17	7,08
Costo medio contabile del debito		2,93%	5,39%	5,05%	4,10%	3,63%	4,59%	
Duration implicite dei passivi		13,38	10,76	7,83	7,76	9,58	8,18	
Duration gap attivo/passivo		n.c.	11,85	-1,22	-1,54	-1,41	-1,11	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito		1,09	0,98	1,06	1,14	1,35	1,15	
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,92	2,08	1,83	2,04	2,38	2,02		

128 Appendice

Tabella A. 7 - Settore della fabbricazione di carta e prodotti di carta (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	247.066	247.630	259.980	240.282	202.269	185.070
		Passività Correnti presunte	125.123	154.480	155.434	135.005	118.653	114.201
		CCNC	121.943	93.150	104.546	105.277	83.616	70.869
		CIMM	168.642	185.437	144.841	137.072	148.175	146.176
		CIN	290.585	278.587	249.387	242.349	231.791	217.045
		UQG	26.504	29.391	45.460	36.553	32.276	39.386
		CIAA	14.996	15.481	2.037	2.407	2.652	4.097
	CIT	332.085	323.459	296.884	281.309	266.719	260.528	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	240.096	229.729	184.752	169.323	153.200	150.578
		PF-TL	91.989	93.730	112.132	111.986	113.519	109.950
		PF-TN	65.485	64.339	66.672	75.433	81.243	70.564
		Indebitamento totale	0,38	0,41	0,61	0,66	0,74	0,73
		Indebitamento industriale	0,46	0,51	0,82	0,86	0,96	1,03
		Assorbimento corrente del capitale di debito	132,56%	99,38%	93,23%	94,01%	73,66%	64,46%
		Irrispettosità finanziaria	45,11%	47,87%	42,36%	34,79%	30,77%	39,55%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	-77,68%	-47,26%	-35,59%	-28,80%	-4,43%	-4,00%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	67,03%	-23,68%	-1,06%	-34,55%	-29,74%	n.d.
		FMG Corrente	32,97%	123,68%	101,06%	65,45%	70,26%	n.d.
		FMG Investimenti	-16,26%	-63,67%	-45,63%	-20,26%	-56,78%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-55,35%	-50,20%	-34,35%	-38,46%	-55,99%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	39,09%	-13,47%	-11,28%	18,19%	-0,79%	n.d.
		FMG Operativa	16,71%	60,00%	55,43%	45,19%	13,48%	n.d.
		FMG Tributaria	-16,01%	-14,70%	-24,86%	-26,40%	-19,33%	n.d.
		Fabbisogno operativo	0,70%	45,30%	30,57%	18,79%	-5,85%	n.d.
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>6,09%</i>	<i>-24,68%</i>	<i>0,90%</i>	<i>1,11%</i>	<i>3,94%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale		6,79%	20,62%	31,47%	19,91%	-1,91%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-4,55%	-11,41%	-19,36%	-14,82%	19,99%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-7,22%	-6,56%	-6,68%	-5,55%	-4,92%	n.d.		
Varianti in conto capitale	2,67%	-4,85%	-12,68%	-9,27%	24,92%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-2,24%	-9,21%	-12,12%	-5,09%	-18,08%	n.d.		
Remunerazioni	-2,24%	-9,21%	-12,41%	-6,08%	-18,13%	n.d.		
Varianti in conto capitale	0,00%	0,00%	0,29%	0,99%	0,05%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	32,97%	123,68%	101,06%	65,45%	70,26%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	6,09%	-24,68%	0,90%	1,11%	3,94%	n.d.	
	Totale disponibile	39,07%	99,00%	101,96%	66,57%	74,20%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-55,35%	-50,20%	-34,35%	-38,46%	-55,99%	n.d.	
	Imposte	-16,01%	-14,70%	-24,86%	-26,40%	-19,33%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-7,22%	-6,56%	-6,68%	-5,55%	-4,92%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	-2,24%	-9,21%	-12,41%	-6,08%	-18,13%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	-41,76%	18,32%	23,66%	-9,92%	-24,18%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	0,00%	0,00%	0,29%	0,99%	0,05%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	2,67%	-4,85%	-12,68%	-9,27%	24,92%	n.d.		
Totale disponibile	2,67%	-4,85%	-12,39%	-8,27%	24,96%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	39,09%	-13,47%	-11,28%	18,19%	-0,79%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	41,76%	-18,32%	-23,66%	9,92%	24,18%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	10,17%	9,55%	13,17%	13,73%	11,25%	12,28%
		fiscalità apparente	39,23%	32,91%	41,91%	46,54%	48,75%	42,52%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-22,68%	-12,07%	-12,27%	-15,72%	-16,18%	-12,44%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	6,60%	8,60%	18,19%	15,92%	8,14%	10,40%
		ROS	4,54%	4,76%	8,65%	8,45%	4,95%	6,21%
		Rotazione CIN	1,45	1,81	2,10	1,88	1,64	1,67
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	CIN	ROS
MDC/F		24,49%	21,58%	24,41%	25,87%	24,68%	25,77%	
Costi fissi		84.328	84.771	82.706	79.510	75.172	71.083	
Punto di pareggio (BEP)	344.292	392.896	338.831	307.399	304.592	275.880		
MDS	18,53%	22,04%	35,43%	32,68%	20,06%	24,10%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	68,76%	55,28%	47,53%	53,08%	60,83%	59,72%
		Intensità di CCNC	28,86%	18,48%	19,92%	23,06%	21,95%	19,50%
		Intensità di CIMM	39,91%	36,79%	27,60%	30,02%	38,89%	40,22%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	72,31%	50,23%	72,18%	76,80%	56,43%	48,48%
	Leve di rischiosità	GLO	5,40	4,54	2,82	3,06	4,99	4,15
		GLP	4,30	4,91	4,31	4,06	4,27	4,08
		GLF	1,25	1,29	1,13	1,12	1,23	1,15
		GLC	6,73	5,85	3,19	3,43	6,12	4,79
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	7,09	7,67	6,10	5,68	6,18	6,63
		Duration implicite degli attivi	8,70	7,78	3,90	4,08	7,07	6,53
Costo medio contabile del debito		4,12%	5,75%	4,64%	3,68%	3,08%	2,75%	
Duration implicite dei passivi		3,21	3,00	2,63	2,86	4,28	3,93	
Duration gap attivo/passivo	5,49	4,78	1,27	1,22	2,79	2,60		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	0,49	0,44	0,46	0,53	0,71	0,61		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,97	1,52	1,21	1,36	1,73	1,47		

Tabella A. 8 - Settore dell'editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	70.322	69.639	65.736	56.533	52.136	50.316
		Passività Correnti presunte	40.631	41.423	44.383	40.986	37.664	36.659
		CCNC	29.691	28.216	21.353	15.547	14.472	13.657
		CIMM	38.160	37.065	29.496	23.490	20.626	20.922
		CIN	67.851	65.281	50.849	39.037	35.098	34.579
		LIQG	6.742	7.103	7.023	10.525	10.307	9.033
	CIAA	1.372	1.086	1.211	1.602	2.060	1.383	
	CIT	75.965	73.470	59.993	51.164	47.465	44.995	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	29.650	28.971	22.778	20.678	20.847	18.950
		PF-TL	46.315	44.499	37.215	30.486	26.618	26.045
		PF-TN	39.573	37.396	30.192	19.961	16.311	17.012
		Indebitamento totale	1,56	1,54	1,63	1,47	1,28	1,37
		Indebitamento industriale	2,15	2,14	2,73	3,57	3,14	3,05
		Assorbimento corrente del capitale di debito	64,11%	63,41%	57,38%	51,00%	54,37%	52,44%
	Irrispettosità finanziaria	17,52%	18,40%	24,57%	39,78%	46,46%	39,99%	
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	18,37%	18,19%	18,05%	9,22%	-0,83%	7,57%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	20,93%	59,40%	42,29%	9,84%	-7,68%	n.d.
		FMG Corrente	79,07%	40,60%	57,71%	90,16%	92,32%	n.d.
		FMG Investimenti	-34,29%	-63,88%	-78,90%	-66,14%	-46,29%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-64,22%	-40,73%	-34,87%	-40,14%	-42,85%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	29,92%	-23,15%	-44,03%	-26,01%	-3,44%	n.d.
		FMG Operativa	44,78%	-23,28%	-21,19%	24,02%	46,03%	n.d.
		FMG Tributaria	-19,69%	-21,69%	-25,83%	-31,66%	-27,62%	n.d.
		Fabbisogno operativo	25,10%	-44,97%	-47,02%	-7,64%	18,41%	n.d.
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>-3,93%</i>	<i>9,81%</i>	<i>-3,04%</i>	<i>7,39%</i>	<i>-5,62%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale	21,17%	-35,15%	-50,06%	-0,25%	12,80%	n.d.		
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito	10,56%	44,72%	62,49%	21,64%	-16,53%	n.d.		
Remunerazioni a finanziatori	-20,32%	-17,63%	-12,03%	-11,76%	-9,92%	n.d.		
Varianti in conto capitale	30,88%	62,35%	74,53%	33,40%	-6,61%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-31,73%	-9,56%	-12,43%	-21,39%	3,73%	n.d.		
Remunerazioni	-32,72%	-13,93%	-12,43%	-22,36%	-8,03%	n.d.		
Varianti in conto capitale	0,99%	4,37%	0,00%	0,97%	11,76%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	79,07%	40,60%	57,71%	90,16%	92,32%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	-3,93%	9,81%	-3,04%	7,39%	-5,62%	n.d.		
Totale disponibile	75,14%	50,42%	54,67%	97,56%	86,70%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-64,22%	-40,73%	-34,87%	-40,14%	-42,85%	n.d.		
Imposte	-19,69%	-21,69%	-25,83%	-31,66%	-27,62%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-20,32%	-17,63%	-12,03%	-11,76%	-9,92%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	-32,72%	-13,93%	-12,43%	-22,36%	-8,03%	n.d.		
SALDO VERTICALE	-61,80%	-43,57%	-30,50%	-8,36%	-1,71%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	0,99%	4,37%	0,00%	0,97%	11,76%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	30,88%	62,35%	74,53%	33,40%	-6,61%	n.d.		
Totale disponibile	31,88%	66,72%	74,53%	34,37%	5,15%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	29,92%	-23,15%	-44,03%	-26,01%	-3,44%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	61,80%	43,57%	30,50%	8,36%	1,71%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	6,13%	9,04%	10,66%	9,43%	10,25%	11,28%
		fiscalità apparente	126,30%	51,04%	47,97%	61,71%	57,54%	54,89%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-27,44%	-17,65%	-11,04%	-9,81%	-9,63%	-8,64%
		crescita sostenibile finanziariamente	-5,88%	25,08%	50,26%	36,83%	45,18%	58,91%
		ROC	3,72%	10,49%	17,58%	16,76%	17,27%	17,97%
		ROS	2,19%	5,36%	6,94%	5,65%	5,86%	6,24%
Rotazione CIN	1,69	1,96	2,53	2,97	2,95	2,88		
Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	CIN	CIN	ROS		
Margine di sicurezza	MDC/F	38,64%	39,39%	37,9%	38,05%	39,97%	39,37%	
	Costi fissi	41.900	43.505	39.957	37.544	35.314	32.965	
	Punto di pareggio (BEP)	108.443	110.447	105.224	98.661	88.357	83.731	
MDS	5,68%	13,60%	18,29%	14,84%	14,65%	15,86%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	59,01%	51,07%	39,49%	33,70%	33,90%	34,75%
		Intensità di CCNC	25,82%	22,07%	16,58%	13,42%	13,98%	13,72%
		Intensità di CIMM	33,19%	29,00%	22,91%	20,28%	19,92%	21,02%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	77,81%	76,12%	72,39%	66,19%	70,16%	65,28%
	Leve di rischiosità	GLO	17,61	7,35	5,47	6,74	6,82	6,30
		GLP	2,68	2,63	2,73	2,73	2,59	2,63
		GLF	2,91	1,57	1,27	1,28	1,23	1,25
		GLC	51,30	11,58	6,93	8,64	8,42	7,87
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	8,43	7,88	6,16	5,36	4,54	4,18
		Duration implicite degli attivi	16,38	6,01	4,01	3,99	3,47	3,29
		Costo medio contabile del debito	3,58%	5,61%	5,06%	4,72%	4,31%	4,75%
		Duration implicite dei passivi	11,15	6,48	4,64	4,74	4,17	3,87
Duration gap attivo/passivo	5,24	-0,47	-0,63	-0,75	-0,71	-0,58		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,26	0,85	0,78	0,90	0,93	0,93		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,49	1,45	1,23	1,31	1,35	1,35		

130 Appendice

Tabella A. 9 - Settore della fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	165.152	179.580	170.129	165.200	145.297	139.487
		Passività Correnti presunte	60.216	67.783	77.718	94.019	81.502	74.559
		CCNC	104.936	111.797	92.411	71.181	63.795	64.928
		CIMM	51.460	55.372	47.498	46.885	39.668	39.458
		CIN	156.396	167.169	139.909	118.066	103.463	104.386
		LIQG	7.615	5.866	6.390	6.903	7.207	6.293
	CIAA	5.122	4.060	1.871	2.434	2.709	6.891	
	CIT	169.133	177.095	148.170	127.403	113.379	117.570	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	58.640	52.474	47.747	48.190	50.352	45.627
		PF-TL	110.493	124.621	100.423	79.213	63.027	71.943
		PF-TN	102.878	118.755	94.033	72.310	55.820	65.650
		Indebitamento totale	1,88	2,37	2,10	1,64	1,25	1,58
		Indebitamento industriale	2,41	2,93	2,54	2,04	1,56	2,22
		Assorbimento corrente del capitale di debito	94,97%	89,71%	92,02%	89,86%	101,22%	90,25%
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	Irrispettosità finanziaria	11,53%	7,96%	8,23%	11,79%	15,73%	18,33%
Copertura finanziaria degli investimenti fissi		-6,50%	2,33%	-0,25%	-1,65%	-16,95%	-8,57%	
MOL		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
Variazione CCNC		-23,17%	-74,12%	-70,75%	-25,39%	-4,54%	n.d.	
FMG Corrente		123,17%	25,88%	29,25%	74,61%	104,54%	n.d.	
FMG Investimenti		-26,89%	-58,18%	-33,14%	-68,17%	-26,79%	n.d.	
Investimenti di rimpiazzo (presunti)		-38,37%	-46,71%	-31,09%	-26,79%	-29,70%	n.d.	
Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)		11,48%	-11,47%	-2,04%	-41,38%	2,91%	n.d.	
FMG Operativa		96,28%	-32,30%	-3,88%	6,45%	77,75%	n.d.	
FMG Tributaria		-23,41%	-20,89%	-30,65%	-35,04%	-29,74%	n.d.	
Fabbisogno operativo		72,87%	-53,19%	-34,54%	-28,60%	48,01%	n.d.	
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>-4,45%</i>	<i>-8,04%</i>	<i>1,99%</i>	<i>1,09%</i>	<i>17,04%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale		68,42%	-61,22%	-32,54%	-27,51%	65,05%	n.d.	
Coperture attive								
FMG Finanza del debito	-53,22%	78,71%	62,88%	48,68%	-45,92%	n.d.		
Remunerazioni a finanziatori	0,40%	-15,81%	-9,51%	-8,00%	-6,53%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-53,62%	94,52%	72,39%	56,68%	-39,39%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-15,20%	-17,48%	-30,33%	-21,17%	-19,12%	n.d.		
Remunerazioni	-15,20%	-16,90%	-30,33%	-21,84%	-19,42%	n.d.		
Varianti in conto capitale	0,00%	-0,58%	0,00%	0,67%	0,29%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	123,17%	25,88%	29,25%	74,61%	104,54%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	-4,45%	-8,04%	1,99%	1,09%	17,04%	n.d.		
Totale disponibile	118,71%	17,84%	31,25%	75,70%	121,58%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-38,37%	-46,71%	-31,09%	-26,79%	-29,70%	n.d.		
Imposte	-23,41%	-20,89%	-30,65%	-35,04%	-29,74%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	0,40%	-15,81%	-9,51%	-8,00%	-6,53%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	-15,20%	-16,90%	-30,33%	-21,84%	-19,42%	n.d.		
SALDO VERTICALE	42,14%	-82,47%	-70,35%	-15,98%	36,20%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	0,00%	-0,58%	0,00%	0,67%	0,29%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-53,62%	94,52%	72,39%	56,68%	-39,39%	n.d.		
Totale disponibile	-53,62%	93,94%	72,39%	57,36%	-39,10%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	11,48%	-11,47%	-2,04%	-41,38%	2,91%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-42,14%	82,47%	70,35%	15,98%	-36,20%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	10,83%	8,38%	9,83%	10,46%	10,17%	10,27%
		fiscaltà apparente	38,27%	55,25%	51,51%	53,62%	46,43%	47,81%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-31,69%	-32,05%	-25,49%	-20,75%	-20,54%	-21,56%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	11,67%	8,34%	14,78%	18,04%	16,95%	15,29%
		ROS	6,67%	4,46%	6,77%	7,66%	7,15%	6,62%
		Rotazione CIN	1,75	1,87	2,18	2,35	2,37	2,31
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	ROS	CIN	CIN	ROS	ROS	ROS
		MDC/F	28,02%	24,21%	26,43%	26,78%	27,08%	26,76%
		Costi fissi	58.361	61.646	60.030	53.157	48.936	48.583
		Punto di pareggio (BEP)	208.298	254.671	227.153	198.477	180.701	181.556
MDS	23,82%	18,44%	25,62%	28,61%	26,39%	24,73%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	57,20%	53,54%	45,81%	42,47%	42,15%	43,28%
		Intensità di CCNC	38,38%	35,80%	30,26%	25,60%	25,99%	26,92%
		Intensità di CIMM	18,82%	17,73%	15,55%	16,86%	16,16%	16,36%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	203,92%	201,90%	194,56%	151,82%	160,82%	164,55%
	Leve di rischiosità	GLO	4,20	5,42	3,90	3,50	3,79	4,04
		GLP	3,74	4,35	3,97	3,92	3,87	3,92
		GLF	1,14	1,46	1,18	1,13	1,15	1,21
		GLC	4,78	7,89	4,59	3,97	4,37	4,88
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	4,53	4,53	4,59	6,02	5,35	4,47
		Duration implicite degli attivi	2,71	3,34	2,68	2,72	2,64	2,63
Costo medio contabile del debito		2,02%	3,50%	3,07%	3,20%	3,68%	3,80%	
Duration implicite dei passivi		5,49	7,60	5,51	4,42	4,13	4,82	
Duration gap attivo/passivo		-2,77	-4,26	-2,83	-1,70	-1,50	-2,19	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito		1,20	1,59	1,07	0,75	0,79	1,07	
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,93	2,30	1,68	1,27	1,39	1,64		

Tabella A. 10 - Settore della fabbricazione di prodotti in gomma e materie plastiche (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	417.967	412.354	416.031	406.977	359.615	331.436
		Passività Correnti presunte	214.876	206.216	226.410	220.463	185.766	188.541
		CCNC	203.091	206.138	189.621	186.514	173.849	142.895
		CIMM	281.586	265.730	234.954	217.494	206.101	185.270
		CIN	484.677	471.868	424.575	404.008	379.590	328.165
		LIQG	29.750	31.011	29.148	27.305	27.130	33.623
		CIAA	8.457	7.316	7.027	10.644	11.537	15.154
	CIT	522.884	510.195	460.750	441.957	418.617	376.942	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	222.828	196.944	164.400	153.629	148.995	149.729
		PF-TL	300.056	313.251	296.350	288.328	269.622	227.213
		PF-TN	270.306	282.240	267.202	261.023	242.492	193.590
		Indebitamento totale	1,35	1,59	1,80	1,88	1,81	1,52
		Indebitamento industriale	1,63	1,97	2,31	2,49	2,44	2,25
		Assorbimento corrente del capitale di debito	67,68%	65,81%	63,99%	64,69%	64,48%	62,89%
		Irrispettosità finanziaria	12,73%	12,24%	12,21%	13,16%	14,34%	21,47%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	19,58%	21,96%	23,81%	22,15%	21,18%	15,64%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-2,98%	-19,33%	4,10%	-18,76%	50,00%	n.d.
		FMG Corrente	102,98%	80,67%	95,90%	81,24%	50,00%	n.d.
		FMG Investimenti	-52,39%	-65,36%	-64,01%	-65,49%	-81,97%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-36,66%	-42,42%	-43,61%	-46,89%	-49,93%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-15,74%	-22,94%	-20,40%	-18,60%	-32,04%	n.d.
		FMG Operativa	50,59%	15,31%	31,89%	15,75%	-31,97%	n.d.
		FMG Tributaria	-20,65%	-19,67%	-24,90%	-26,73%	-24,79%	n.d.
		Fabbisogno operativo	29,94%	-4,36%	6,99%	-10,98%	-56,76%	n.d.
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>-1,83%</i>	<i>-1,68%</i>	<i>5,73%</i>	<i>3,21%</i>	<i>4,76%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale		28,11%	-6,05%	12,72%	-7,77%	-52,01%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-17,90%	-0,03%	-7,54%	13,56%	67,59%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-6,22%	-17,62%	-15,69%	-13,89%	-11,40%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-11,68%	17,60%	8,15%	27,45%	78,99%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-10,21%	6,07%	-5,18%	-5,79%	-15,58%	n.d.		
Remunerazioni	-11,52%	-1,93%	-4,85%	-10,17%	-18,79%	n.d.		
Varianti in conto capitale	1,31%	8,00%	-0,33%	4,38%	3,20%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	102,98%	80,67%	95,90%	81,24%	50,00%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	-1,83%	-1,68%	5,73%	3,21%	4,76%	n.d.	
	Totale disponibile	101,15%	78,99%	101,63%	84,45%	54,76%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-36,66%	-42,42%	-43,61%	-46,89%	-49,93%	n.d.	
	Imposte	-20,65%	-19,67%	-24,90%	-26,73%	-24,79%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-6,22%	-17,62%	-15,69%	-13,89%	-11,40%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	-11,52%	-1,93%	-4,85%	-10,17%	-18,79%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	26,10%	-2,66%	12,58%	-13,23%	-50,15%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	1,31%	8,00%	-0,33%	4,38%	3,20%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-11,68%	17,60%	8,15%	27,45%	78,99%	n.d.		
Totale disponibile	-10,37%	25,60%	7,82%	31,83%	82,19%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-15,74%	-22,94%	-20,40%	-18,60%	-32,04%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-26,10%	2,66%	-12,58%	13,23%	50,15%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	12,37%	9,36%	8,78%	8,45%	8,96%	9,18%
		fiscaltà apparente	36,20%	49,72%	58,93%	64,56%	65,77%	50,24%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-16,70%	-17,88%	-18,37%	-20,35%	-22,08%	-17,52%
		ROC	13,35%	10,43%	10,06%	8,87%	8,16%	9,18%
		ROS	7,84%	5,39%	4,95%	4,49%	4,48%	4,66%
	Margine di sicurezza	Rotazione CIN	1,70	1,93	2,03	1,98	1,82	1,97
		Fattore di massima contribuzione	ROS	ROS	ROS	ROS	CIN	CIN
MDC/F		31,35%	27,09%	26,06%	25,70%	27,78%	28,06%	
Costi fissi		194.214	198.079	182.123	169.410	161.034	151.413	
Punto di pareggio (BEP)	619.458	731.088	698.763	659.251	579.753	539.657		
MDS	24,99%	19,90%	19,00%	17,47%	16,14%	16,60%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	58,69%	51,70%	49,21%	50,58%	54,96%	50,72%
		Intensità di CCNC	24,59%	22,59%	21,98%	23,35%	25,15%	22,08%
		Intensità di CIMM	34,10%	29,12%	27,23%	27,23%	29,81%	28,63%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	72,12%	77,57%	80,71%	85,76%	84,35%	77,13%
	Leve di rischiosità	GLO	4,00	5,03	5,26	5,72	6,19	6,02
		GLP	3,33	3,87	4,03	4,09	3,77	3,73
		GLF	1,15	1,48	1,48	1,42	1,40	1,38
		GLC	4,60	7,42	7,80	8,14	8,65	8,31
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	7,52	7,33	7,11	6,87	6,67	6,33
		Duration implicite degli attivi	5,12	5,71	6,34	6,62	6,64	6,06
		Costo medio contabile del debito	2,82%	5,07%	4,69%	3,69%	3,26%	3,65%
		Duration implicite dei passivi	4,36	5,99	6,98	7,40	7,42	6,52
		Duration gap attivo/passivo	0,76	-0,28	-0,64	-0,78	-0,78	-0,46
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	0,61	0,84	0,98	1,07	1,10	1,03		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,31	1,48	1,66	1,81	1,84	1,71		

132 Appendice

Tabella A. 11 - Settore della fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	353.576	396.579	378.994	382.724	335.503	320.043	
	Passività Correnti presunte	137.060	159.863	182.193	182.003	159.897	153.965	
	CCNC	216.516	236.716	196.801	200.721	175.606	166.078	
	CIMM	422.546	423.248	325.682	334.390	326.759	311.005	
	CIN	639.062	659.964	522.483	535.111	502.365	477.083	
	LIQG	28.643	23.878	24.460	27.093	25.963	27.514	
	CIAA	15.992	14.448	26.879	11.042	12.376	10.554	
CIT	683.697	698.290	573.822	573.246	540.704	515.151		
Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	328.568	331.247	261.631	246.609	233.587	215.992	
	PF-TL	355.129	367.043	312.191	326.637	307.117	299.159	
	PF-TN	326.486	343.165	287.731	299.544	281.154	271.645	
	Indebitamento totale	1,08	1,11	1,19	1,32	1,31	1,39	
	Indebitamento industriale	1,25	1,25	1,48	1,57	1,57	1,68	
	Assorbimento corrente del capitale di debito	60,97%	64,49%	63,04%	61,45%	57,18%	55,51%	
	Irrispositività finanziaria	12,57%	10,44%	16,44%	11,68%	12,48%	12,73%	
Copertura finanziaria degli investimenti fissi	26,46%	25,07%	20,52%	26,87%	30,34%	31,76%		
Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
	Variazione CCNC	-55,15%	85,05%	-6,08%	38,24%	17,13%	n.d.	
	FMG Corrente	155,15%	14,95%	106,08%	61,76%	82,89%	n.d.	
	FMG Investimenti	-102,01%	-152,24%	-42,20%	-71,36%	-89,44%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-85,34%	-67,86%	-52,66%	-55,48%	-70,06%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-16,67%	-84,38%	10,45%	-15,87%	-19,38%	n.d.	
	FMG Operativa	53,14%	-137,29%	63,88%	-9,59%	-6,55%	n.d.	
	FMG Tributaria	-11,34%	-14,22%	-19,55%	-23,21%	-21,18%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	41,80%	-151,51%	44,32%	-32,80%	-27,73%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	6,19%	46,00%	-7,36%	12,07%	7,13%	n.d.	
	Fabbisogno aziendale	47,99%	-105,51%	36,96%	-20,74%	-20,60%	n.d.	
	Coperture attivate							
	FMG Finanza del debito	-66,57%	90,19%	-35,45%	14,27%	8,57%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-21,03%	-27,93%	-17,13%	-13,73%	-8,50%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-45,54%	118,12%	-18,32%	28,00%	17,08%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	18,58%	15,32%	-1,52%	6,47%	12,02%	n.d.		
Remunerazioni	25,73%	20,21%	-1,13%	-4,44%	12,20%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-7,15%	-4,89%	-0,39%	10,91%	-0,18%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	155,15%	14,95%	106,08%	61,76%	82,89%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	6,19%	46,00%	-7,36%	12,07%	7,13%	n.d.	
	Totale disponibile	161,34%	60,94%	98,72%	73,83%	90,02%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-85,34%	-67,86%	-52,66%	-55,48%	-70,06%	n.d.	
	Imposte	-11,34%	-14,22%	-19,55%	-23,21%	-21,18%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-21,03%	-27,93%	-17,13%	-13,73%	-8,50%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	25,73%	20,21%	-1,13%	-4,44%	12,20%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	69,36%	-28,86%	8,26%	-23,04%	2,48%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
	Apporti di nuovo capitale di rischio	-7,15%	-4,89%	-0,39%	10,91%	-0,18%	n.d.	
	Apporti di nuovo capitale di debito	-45,54%	118,12%	-18,32%	28,00%	17,08%	n.d.	
	Totale disponibile	-52,69%	113,23%	-18,71%	38,91%	16,90%	n.d.	
Investimenti di espansione e sviluppo	-16,67%	-84,38%	10,45%	-15,87%	-19,38%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-69,36%	28,86%	-8,26%	23,04%	-2,48%	n.d.		
Crescita sostenibile	MOL/F	7,25%	7,77%	10,13%	10,64%	9,97%	12,84%	
	fiscalità apparente	301,31%	60,74%	41,24%	56,88%	66,43%	45,21%	
Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-57,49%	-36,12%	-24,96%	-27,92%	-28,11%	-24,10%	
	crescita sostenibile finanziariamente	-25,40%	8,44%	23,84%	16,43%	11,91%	29,19%	
	ROC	0,84%	2,29%	5,84%	5,46%	3,32%	6,21%	
Margine di sicurezza	ROS	1,06%	2,50%	4,79%	4,73%	2,99%	5,55%	
	Rotazioni CIN	0,79	0,92	1,22	1,15	1,11	1,12	
	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	CIN	ROS	
Intensità d'uso del capitale	MDC/F	30,56%	28,77%	29,66%	29,67%	30,62%	32,99%	
	Costi fissi	148.925	158.764	158.277	153.970	154.248	146.356	
	Punto di pareggio (BEP)	487.305	551.912	533.677	518.977	503.808	443.578	
Leve di rischio	MDS	3,48%	8,68%	16,17%	15,96%	9,75%	16,84%	
	Intensità di CIN	126,58%	109,20%	82,07%	86,65%	89,99%	89,45%	
	Intensità di CCNC	42,89%	39,17%	30,91%	32,50%	31,46%	31,14%	
	Intensità di CIMM	83,69%	70,03%	51,16%	54,19%	58,53%	58,31%	
Duration implicite	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	51,24%	55,93%	60,43%	60,03%	53,74%	53,40%	
	GLO	28,73	11,53	6,19	6,27	10,25	5,94	
	GLP	3,42	3,64	3,52	3,52	3,41	3,16	
	GLF	n.c.	n.c.	1,99	1,66	2,42	1,47	
Duration implicite	GIC	n.c.	n.c.	12,29	10,42	24,85	8,76	
	Vita residua presunta dei cespiti	13,52	13,29	9,59	9,18	8,38	8,00	
	Duration implicita degli attivi	n.c.	n.c.	17,13	16,93	21,39	11,60	
	Costo medio contabile del debito	2,97%	4,71%	4,86%	3,57%	3,19%	3,19%	
	Duration implicita dei passivi	17,30	15,42	9,12	8,78	9,70	7,42	
	Duration gap attivo/passivo	n.c.	n.c.	8,01	8,16	11,68	4,18	
Duration implicite	Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,22	1,11	0,96	0,96	1,14	0,94	
	Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	3,94	2,90	2,11	2,16	2,44	1,93	

Tabella A. 12 - Settore metallurgico e della fabbricazione e lavorazione de prodotti in metallo escluse macchine e impianti (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	1.086.195	1.240.680	1.231.502	1.126.040	948.343	877.846
		Passività Correnti presunte	566.058	655.544	668.467	648.251	516.739	480.491
		CCNC	520.137	585.136	563.035	477.789	431.604	397.355
		CIMM	677.855	663.160	537.554	474.268	449.729	404.011
		CIN	1.197.992	1.248.296	1.100.589	952.057	881.333	801.366
		LIQG	163.390	154.588	146.157	157.849	148.277	133.324
	ClAA	42.357	33.476	33.515	25.820	40.732	26.315	
	CIT	1.403.739	1.436.360	1.280.261	1.135.726	1.070.342	961.005	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	651.676	623.720	508.566	450.938	421.176	381.459
		PF-TL	752.063	812.640	771.695	684.788	649.166	579.546
		PF-TN	588.673	658.052	625.538	526.939	500.889	446.222
		Indebitamento totale	1,15	1,30	1,52	1,52	1,54	1,52
		Indebitamento industriale	1,69	1,87	2,35	2,56	2,80	2,61
		Assorbimento corrente del capitale di debito	69,16%	72,00%	72,96%	69,77%	66,49%	68,56%
	Irrispettosità finanziaria	27,36%	23,14%	23,28%	26,82%	29,12%	27,55%	
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	3,48%	4,85%	3,76%	3,41%	4,40%	3,89%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-48,97%	-11,16%	-38,92%	-23,65%	-18,93%	n.d.
		FMG Corrente	148,97%	88,84%	61,08%	76,35%	81,07%	n.d.
		FMG Investimenti	-64,14%	-59,51%	-63,47%	-48,57%	-61,17%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-57,85%	-38,40%	-34,40%	-35,91%	-37,99%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-6,28%	-21,12%	-29,07%	-12,66%	-23,18%	n.d.
		FMG Operativa	84,83%	29,33%	-2,40%	27,78%	19,90%	n.d.
		FMG Tributaria	-20,39%	-22,04%	-26,64%	-31,60%	-29,89%	n.d.
		Fabbisogno operativo	64,44%	7,29%	-29,04%	-3,81%	-9,99%	n.d.
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		-4,31%	-1,18%	-2,72%	-7,41%	-5,74%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		60,13%	6,11%	-31,75%	3,60%	-15,73%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-70,40%	-1,75%	30,46%	-0,26%	18,08%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-18,13%	-18,17%	-14,56%	-13,59%	-12,13%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-52,27%	16,42%	45,02%	13,34%	30,21%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	10,27%	-4,36%	1,29%	-3,34%	-2,35%	n.d.		
Remunerazioni	4,16%	-4,73%	0,90%	-5,18%	-8,75%	n.d.		
Varianti in conto capitale	6,12%	0,37%	0,40%	1,84%	6,40%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	148,97%	88,84%	61,08%	76,35%	81,07%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	-4,31%	-1,18%	-2,72%	7,41%	-5,74%	n.d.	
	Totale disponibile	144,66%	87,66%	58,36%	83,77%	75,34%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-57,85%	-38,40%	-34,40%	-35,91%	-37,99%	n.d.	
	Imposte	-20,39%	-22,04%	-26,64%	-31,60%	-29,89%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-18,13%	-18,17%	-14,56%	-13,59%	-12,13%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	4,16%	-4,73%	0,90%	-5,18%	-8,75%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	52,44%	4,33%	-16,35%	-2,52%	-13,43%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	6,12%	0,37%	0,40%	1,84%	6,40%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-52,27%	16,42%	45,02%	13,34%	30,21%	n.d.		
Totale disponibile	-46,15%	16,79%	45,42%	15,18%	36,61%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-6,28%	-21,12%	-29,07%	-12,66%	-23,18%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-52,44%	-4,33%	16,35%	2,52%	13,43%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	7,19%	8,16%	9,21%	9,29%	9,84%	9,45%
		fiscaltà apparente	77,26%	52,18%	51,40%	62,85%	57,36%	56,67%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-26,55%	-20,20%	-19,20%	-19,27%	-19,28%	-19,43%
		crescita sostenibile finanziariamente	6,16%	19,31%	23,31%	17,91%	21,76%	21,06%
		ROC	4,67%	9,77%	13,05%	13,15%	12,73%	11,54%
	ROS	3,03%	5,02%	6,04%	5,95%	6,10%	5,48%	
	Rotazione CIN	1,54	1,95	2,16	2,21	2,09	2,11	
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione						
		CIN						
		ROS						
MDC/F	30,18%	27,17%	27,48%	28,32%	30,00%	29,75%		
Costi fissi	501.026	537.808	509.659	470.397	439.448	409.994		
Punto di pareggio (BEP)	1.659.966	1.979.290	1.854.942	1.661.177	1.464.842	1.378.050		
MDS	10,04%	18,49%	21,99%	21,02%	20,34%	18,41%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	64,92%	51,41%	46,29%	45,27%	47,93%	47,45%
		Intensità di CCNC	28,19%	24,10%	23,68%	22,72%	23,47%	23,53%
		Intensità di CIMM	36,73%	27,31%	22,61%	22,55%	24,46%	23,92%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	76,73%	88,23%	104,74%	100,74%	95,97%	98,35%
	Leve di rischiosità	GLO	9,96	5,41	4,55	4,76	4,92	5,43
		GLP	3,46	3,86	3,82	3,70	3,48	3,51
		GLF	2,00	1,55	1,36	1,34	1,29	1,35
		GLC	19,93	8,38	6,20	6,37	6,34	7,32
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	8,83	8,72	7,13	6,76	6,54	6,02
		Duration implicite degli attivi	13,49	6,28	4,69	4,60	4,59	4,67
Costo medio contabile del debito		3,72%	5,33%	4,96%	4,63%	3,88%	4,11%	
Duration implicite dei passivi		9,41	6,91	6,24	6,13	6,12	6,26	
Duration gap attivo/passivo	4,08	-0,64	-1,56	-1,53	-1,52	-1,59		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,05	0,83	0,89	0,92	0,94	1,03		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,23	1,49	1,49	1,49	1,48	1,61		

Tabella A. 13 - Settore della fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica e di apparecchi elettromedicali (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	53.035	53.270	54.520	53.655	55.536	49.089	
	Passività Correnti presunte	20.750	19.834	22.081	20.954	19.558	20.200	
	CCNC	32.286	33.436	32.439	32.701	35.978	28.889	
	CIMM	19.762	20.307	18.386	16.943	16.046	12.059	
	CIN	52.048	53.743	50.825	49.644	52.024	40.948	
	LIQG	5.975	5.718	6.081	3.220	4.653	4.045	
	CIAA	606	535	723	778	761	567	
	CIT	58.629	59.996	57.629	53.642	57.438	45.560	
Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	26.757	25.064	22.449	18.124	17.364	19.533	
	PF-TL	31.872	34.932	35.180	35.518	40.074	26.027	
	PF-TN	25.897	29.214	29.099	32.298	35.421	21.982	
	Indebitamento totale	1,19	1,39	1,57	1,96	2,31	1,33	
	Indebitamento industriale	1,58	1,86	2,25	2,51	3,35	1,74	
	Assorbimento corrente del capitale di debito	101,30%	95,72%	92,21%	92,07%	89,78%	111,00%	
	Irrispettosità finanziaria	20,65%	17,90%	19,34%	11,26%	13,51%	17,72%	
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	-21,95%	-13,62%	-11,55%	-3,33%	-3,29%	-28,72%	
Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
	Variazione CCNC	-12,83%	-9,05%	-2,41%	-32,54%	103,13%	n.d.	
	FMG Corrente	112,83%	90,95%	102,41%	132,54%	-3,13%	n.d.	
	FMG Investimenti	-28,23%	-33,33%	-35,22%	-34,31%	-95,32%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-34,19%	-28,45%	-27,23%	-28,38%	-37,31%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	5,95%	-4,89%	-7,99%	-5,93%	-58,00%	n.d.	
	FMG Operativa	84,60%	57,62%	67,19%	98,23%	-98,45%	n.d.	
	FMG Tributaria	-28,69%	-26,80%	-28,48%	-31,05%	-37,47%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	55,91%	30,83%	38,71%	67,18%	-135,92%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	1,06%	1,44%	1,74%	-1,00%	17,66%	n.d.	
	Fabbisogno aziendale	56,96%	32,27%	40,44%	66,18%	-118,26%	n.d.	
	Coperture attivate							
	FMG Finanza del debito	-47,21%	-11,02%	-45,15%	-44,26%	181,56%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-10,21%	-12,07%	-15,74%	-13,25%	-13,95%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-36,99%	1,05%	-29,41%	-31,01%	195,51%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-9,76%	-21,25%	4,71%	-21,92%	-63,30%	n.d.		
Remunerazioni	-9,55%	-16,21%	-4,18%	-31,61%	-64,36%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-0,21%	-5,03%	8,89%	9,69%	1,06%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	112,83%	90,95%	102,41%	132,54%	-3,13%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	1,06%	1,44%	1,74%	-1,00%	17,66%	n.d.		
Totale disponibile	113,89%	92,40%	104,15%	131,53%	14,53%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-34,19%	-28,45%	-27,23%	-28,38%	-37,31%	n.d.		
Imposte	-28,69%	-26,80%	-28,48%	-31,05%	-37,47%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-10,21%	-12,07%	-15,74%	-13,25%	-13,95%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	-9,55%	-16,21%	-4,18%	-31,61%	-64,36%	n.d.		
SALDO VERTICALE	31,25%	8,87%	28,51%	27,24%	-138,57%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	-0,21%	-5,03%	8,89%	9,69%	1,06%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-36,99%	1,05%	-29,41%	-31,01%	195,51%	n.d.		
Totale disponibile	-37,21%	-3,98%	-20,52%	-21,32%	196,57%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	5,95%	-4,89%	-7,99%	-5,93%	-58,00%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-31,25%	-8,87%	-28,51%	-27,24%	138,57%	n.d.		
Crescita sostenibile	MOL/F	12,25%	12,59%	12,26%	12,26%	9,82%	11,81%	
	fiscalità apparente	49,94%	45,25%	48,89%	53,97%	54,14%	54,35%	
	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-37,96%	-31,27%	-30,29%	-34,15%	-46,87%	-34,91%	
	crescita sostenibile finanziariamente	16,15%	22,04%	20,68%	16,52%	9,60%	15,45%	
	ROC	11,34%	14,68%	15,57%	14,53%	8,28%	15,04%	
	ROS	8,06%	9,01%	8,92%	8,78%	6,15%	8,59%	
	Rotazione CIN	1,41	1,63	1,75	1,66	1,35	1,75	
	Fattore di massima contribuzione	CIN						
Margine di sicurezza	MDC/F	42,27%	39,87%	38,11%	37,98%	36,60%	35,29%	
	Costi fissi	25,046	27,039	25,904	24,002	21,323	19,135	
	Punto di pareggio (BEP)	59,258	67,813	67,979	63,189	58,256	54,230	
	MDS	19,07%	22,59%	23,40%	23,11%	16,81%	24,35%	
Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	71,08%	61,35%	57,27%	60,41%	74,29%	57,12%	
	Intensità di CCNC	44,09%	38,17%	36,55%	39,79%	51,38%	40,30%	
	Intensità di CIMM	26,99%	23,18%	20,72%	20,62%	22,91%	16,82%	
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	163,37%	164,65%	176,43%	193,00%	224,22%	239,57%	
Leve di rischiosità	GLO	5,24	4,43	4,27	4,33	5,95	4,11	
	GLP	2,45	2,60	2,72	2,73	2,84	2,95	
	GLF	1,18	1,24	1,25	1,22	1,45	1,22	
	GLC	6,18	5,49	5,36	5,30	8,60	5,00	
Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	6,45	6,47	6,21	5,93	6,26	5,22	
	Duration implicita degli attivi	4,19	3,18	3,13	3,10	4,50	2,50	
	Costo medio contabile del debito	2,80%	4,37%	4,55%	3,72%	3,32%	4,22%	
	Duration implicita dei passivi	5,35	4,95	5,57	5,96	10,44	5,21	
	Duration gap attivo/passivo	-1,16	-1,77	-2,44	-2,87	-5,93	-2,70	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	0,84	0,79	0,91	1,01	1,56	1,00		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,95	1,53	1,62	1,76	2,52	1,84		

Tabella A. 14 - Settore della fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	294.503	311.619	305.435	296.686	273.307	249.635	
	Passività Correnti presunte	118.230	125.700	140.892	143.793	125.510	123.620	
	CCNC	176.273	185.919	164.543	152.893	147.797	126.015	
	CIMM	113.368	80.311	62.604	62.427	56.890	61.302	
	CIN	289.641	266.230	227.147	215.320	204.687	187.317	
	UQG	57.288	35.992	44.126	50.401	37.824	24.869	
	CIAA	11.608	4.137	6.725	2.329	9.159	6.792	
	CIT	358.537	306.359	277.998	268.050	251.670	218.978	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	218.877	184.414	160.533	148.592	131.578	116.688
		PF-TL	139.660	121.945	117.465	119.458	120.092	102.290
PF-TN		82.372	85.953	73.339	69.057	82.268	77.421	
Indebitamento totale		0,64	0,66	0,73	0,80	0,91	0,88	
Indebitamento industriale		0,93	0,85	1,07	1,25	1,42	1,20	
Assorbimento corrente del capitale di debito		126,22%	152,46%	140,08%	127,99%	123,07%	123,19%	
Irrispettosità finanziaria		49,33%	32,91%	43,29%	44,14%	39,12%	30,95%	
Copertura finanziaria degli investimenti fissi		-75,55%	-85,37%	-83,37%	-72,13%	-62,19%	-54,15%	
Dinamica finanziaria rispetto al MOL		MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-21,70%	32,70%	17,46%	8,12%	35,47%	n.d.
	FMG Corrente	121,70%	67,30%	82,54%	91,88%	64,53%	n.d.	
	FMG Investimenti	-116,20%	-41,01%	-20,72%	-30,66%	-28,44%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-29,00%	-29,39%	-18,43%	-20,89%	-36,16%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-87,20%	-11,62%	-2,29%	-9,77%	7,72%	n.d.	
	FMG Operativa	5,50%	26,30%	61,82%	61,23%	36,08%	n.d.	
	FMG Tributaria	-31,26%	-23,12%	-35,65%	-35,66%	-30,78%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	-25,76%	3,18%	26,17%	25,57%	5,31%	n.d.	
	<i>FMG accessorie e straordinarie</i>	<i>-15,82%</i>	<i>-5,21%</i>	<i>-6,34%</i>	<i>12,21%</i>	<i>-0,26%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale	-41,58%	-2,03%	19,84%	37,78%	5,05%	n.d.		
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito	-14,63%	13,36%	0,10%	-25,72%	2,91%	n.d.		
Remunerazioni a finanziatori	-6,58%	-5,94%	-6,31%	-4,68%	-4,98%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-8,05%	19,29%	6,42%	-21,04%	7,89%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	56,22%	-11,33%	-19,94%	-12,06%	-7,96%	n.d.		
Remunerazioni	49,02%	-9,14%	-21,05%	-13,17%	-2,91%	n.d.		
Varianti in conto capitale	7,19%	-2,20%	1,11%	1,11%	-5,05%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	121,70%	67,30%	82,54%	91,88%	64,53%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	-15,82%	-5,21%	-6,34%	12,21%	-0,26%	n.d.		
Totale disponibile	105,88%	62,10%	76,20%	104,10%	64,27%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-29,00%	-29,39%	-18,43%	-20,89%	-36,16%	n.d.		
Imposte	-31,26%	-23,12%	-35,65%	-35,66%	-30,78%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-6,58%	-5,94%	-6,31%	-4,68%	-4,98%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	49,02%	-9,14%	-21,05%	-13,17%	-2,91%	n.d.		
SALDO VERTICALE	88,06%	-5,48%	-5,23%	29,69%	-10,56%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	7,19%	-2,20%	1,11%	1,11%	-5,05%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-8,05%	19,29%	6,42%	-21,04%	7,89%	n.d.		
Totale disponibile	-0,86%	17,10%	7,52%	-19,92%	2,84%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-87,20%	-11,62%	-2,29%	-9,77%	7,72%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-88,06%	5,48%	5,23%	-29,69%	10,56%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	10,03%	13,02%	12,73%	12,53%	13,61%	10,78%
	fiscalità apparente	47,80%	41,64%	47,21%	47,07%	49,28%	52,87%	
	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-34,55%	-29,44%	-24,67%	-23,87%	-25,85%	-24,70%	
	crescita sostenibile finanziariamente	15,16%	25,82%	27,24%	27,78%	26,70%	20,57%	
	Determinanti della redditività operativa	ROC	10,90%	17,34%	23,96%	23,07%	19,15%	16,85%
	ROS	7,12%	9,20%	10,38%	9,91%	8,69%	7,46%	
	Rotazione CIN	1,53	1,89	2,31	2,33	2,20	2,26	
	Fattore di massima contribuzione	CIN			ROS	ROS	ROS	CIN
	Margine di sicurezza	MDC/F	27,80%	29,65%	28,07%	28,42%	30,16%	28,30%
	Costi fissi	91.605	102.684	92.706	92.758	96.868	88.187	
Punto di pareggio (BEP)	329.488	346.287	330.311	326.402	321.197	311.587		
MDS	25,62%	31,01%	36,99%	34,88%	28,81%	26,35%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	65,38%	53,04%	43,33%	42,96%	45,37%	44,27%
	Intensità di CCNC	39,79%	37,04%	31,39%	30,50%	32,76%	29,79%	
	Intensità di CIMM	25,59%	16,00%	11,94%	12,46%	12,61%	14,49%	
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	155,49%	231,50%	262,83%	244,92%	259,79%	205,56%	
	Leve di rischiosità	GLO	3,90	3,22	2,70	2,87	3,47	3,79
	GLP	3,77	3,53	3,73	3,68	3,46	3,70	
	GLF	1,15	1,18	1,10	1,08	1,10	1,12	
	GLC	4,48	3,80	2,97	3,10	3,82	4,27	
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	8,80	4,18	5,09	4,76	2,56	4,36
	Duration implicite degli attivi	4,53	1,91	1,56	1,66	1,52	2,26	
Costo medio contabile del debito	2,93%	5,71%	4,18%	3,10%	3,01%	3,43%		
Duration implicite dei passivi	4,70	2,86	2,84	3,02	3,10	3,61		
Duration gap attivo/passivo	-0,17	-0,95	-1,28	-1,36	-1,58	-1,36		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	0,57	0,71	0,58	0,65	1,20	0,84		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,58	1,66	1,28	1,36	2,22	1,70		

136 Appendice

Tabella A. 15 - Settore della fabbricazione di macchine ed apparecchi meccanici (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	2.230.709	2.530.413	2.447.021	1.986.110	1.958.657	1.671.880
	Passività Correnti presunte	852.147	1.090.322	1.128.706	948.862	955.551	705.011
	CCNC	1.378.562	1.440.091	1.318.315	1.037.248	1.003.106	966.869
	CIMM	1.597.768	1.721.374	1.606.910	1.307.478	1.311.779	1.278.678
	CIN	2.976.330	3.161.465	2.925.225	2.344.726	2.314.885	2.245.547
	UQG	427.895	362.623	377.691	326.369	347.010	239.153
	CIAA	132.550	173.779	138.719	160.950	153.301	164.376
CIT	3.536.775	3.697.867	3.441.635	2.832.045	2.815.196	2.649.076	
Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	1.558.726	1.717.992	1.524.523	1.082.025	1.019.808	990.720
	PF-TL	1.978.049	1.979.875	1.917.112	1.750.020	1.795.388	1.658.356
	PF-TN	1.550.154	1.617.252	1.539.421	1.423.651	1.448.378	1.419.203
	Indebitamento totale	1,27	1,15	1,26	1,62	1,76	1,67
	Indebitamento industriale	1,98	1,68	1,90	2,94	3,46	2,82
	Assorbimento corrente del capitale di debito	69,69%	72,74%	68,77%	59,27%	55,87%	58,30%
	Irrispettosità finanziaria	28,33%	27,09%	26,94%	27,85%	27,87%	24,33%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	1,97%	0,17%	4,30%	12,88%	16,26%	17,36%
	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
	Variazione CCNC	-18,97%	-26,63%	-66,84%	-9,77%	-12,15%	n.d.
FMG Corrente	118,97%	73,37%	33,16%	90,23%	87,85%	n.d.	
FMG Investimenti	-63,51%	-31,34%	-104,22%	-35,19%	-49,81%	n.d.	
Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-102,24%	-31,34%	-32,05%	-34,38%	-40,05%	n.d.	
Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	38,73%	0,00%	-72,17%	-0,81%	-9,76%	n.d.	
FMG Operativa	55,46%	42,03%	-71,06%	55,05%	38,04%	n.d.	
FMG Tributaria	-19,94%	-19,03%	-23,06%	-24,25%	-15,45%	n.d.	
Fabbisogno operativo	35,52%	23,01%	-94,12%	30,80%	22,59%	n.d.	
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>	<i>14,36%</i>	<i>-11,90%</i>	<i>6,86%</i>	<i>-1,68%</i>	<i>-1,51%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale	49,88%	11,11%	-87,26%	29,12%	21,08%	n.d.	
Coperture attivate							
FMG Finanza del debito	-36,71%	-2,90%	15,48%	-25,50%	-17,90%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-16,02%	-19,92%	-12,05%	-18,43%	-27,68%	n.d.	
Varianti in conto capitale	-20,69%	17,02%	27,53%	-7,07%	9,78%	n.d.	
FMG Finanza dell'equity	-13,17%	-8,21%	71,78%	-3,62%	-3,18%	n.d.	
Remunerazioni	-25,43%	-8,91%	-5,02%	-3,78%	1,38%	n.d.	
Varianti in conto capitale	12,26%	0,70%	76,80%	0,16%	-4,56%	n.d.	
EQUILIBRIO VERTICALE							
FMG Corrente	118,97%	73,37%	33,16%	90,23%	87,85%	n.d.	
FMG accessorie e straordinarie	14,36%	-11,90%	6,86%	-1,68%	-1,51%	n.d.	
Totale disponibile	133,33%	61,48%	40,02%	88,55%	86,33%	n.d.	
Investimenti di rimpiazzo	-102,24%	-31,34%	-32,05%	-34,38%	-40,05%	n.d.	
Imposte	-19,94%	-19,03%	-23,06%	-24,25%	-15,45%	n.d.	
Remunerazioni al capitale di debito	-16,02%	-19,92%	-12,05%	-18,43%	-27,68%	n.d.	
Remunerazioni al capitale di rischio	-25,43%	-8,91%	-5,02%	-3,78%	1,38%	n.d.	
SALDO VERTICALE	-30,31%	-17,72%	-32,16%	7,72%	4,54%	n.d.	
EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	12,26%	0,70%	76,80%	0,16%	-4,56%	n.d.	
Apporti di nuovo capitale di debito	-20,69%	17,02%	27,53%	-7,07%	9,78%	n.d.	
Totale disponibile	-8,42%	17,72%	104,33%	-6,91%	5,22%	n.d.	
Investimenti di espansione e sviluppo	38,73%	0,00%	-72,17%	-0,81%	-9,76%	n.d.	
SALDO ORIZZONTALE	30,31%	17,72%	32,16%	-7,72%	-4,54%	n.d.	
Crescita sostenibile	MOL/F	8,48%	9,93%	10,06%	9,72%	9,04%	9,62%
	fiscaltà apparente	-120,43%	42,70%	40,00%	50,63%	57,04%	59,05%
	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-17,35%	-25,58%	-25,50%	-24,05%	-26,52%	-27,26%
	crescita sostenibile finanziariamente	107,74%	22,25%	23,67%	19,96%	14,64%	14,46%
	ROC	-0,24%	9,93%	9,77%	9,78%	7,72%	6,77%
Determinanti della redditività operativa	ROS	-0,19%	6,82%	6,84%	6,38%	5,42%	4,91%
	Rotazione CIN	1,28	1,46	1,43	1,53	1,43	1,38
	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	ROS	CIN
Margine di sicurezza	MDC/F	25,64%	25,25%	25,90%	26,04%	25,79%	27,36%
	Costi fissi	987.769	848.743	796.611	706.882	671.819	695.748
	Punto di pareggio (BEP)	3.852.257	3.360.995	3.076.300	2.714.492	2.605.430	2.542.989
MDS	-0,74%	27,00%	26,40%	24,50%	21,02%	17,94%	
Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	77,84%	68,66%	69,99%	65,21%	70,17%	72,46%
	Intensità di CCNC	36,05%	31,28%	31,54%	28,85%	30,41%	31,20%
	Intensità di CIMM	41,78%	37,39%	38,45%	36,36%	39,77%	41,26%
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	86,28%	83,66%	82,04%	79,33%	76,47%	75,61%
Leve di rischiosità	GLO	-134,72	3,70	3,79	4,08	4,76	5,57
	GLP	4,10	4,16	4,06	4,03	4,08	3,83
	GLF	n.c.	1,71	1,93	1,96	2,25	2,15
	GLC	n.c.	6,33	7,31	7,98	10,72	11,96
Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	4,82	12,01	11,93	10,88	10,99	8,75
	Duration implicite degli attivi	18,35	8,23	9,43	8,98	11,02	10,41
	Costo medio contabile del debito	4,95%	6,58%	7,18%	6,41%	5,54%	4,90%
	Duration implicite dei passivi	11,15	7,83	9,67	10,49	12,78	10,91
	Duration gap attivo/passivo	7,20	0,40	-0,24	-1,51	-1,75	-0,50
	Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	2,01	0,73	0,87	0,97	1,11	1,19
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	3,72	1,49	1,60	1,60	1,77	1,96	

Tabella A. 16 - Settore della fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi e di altri mezzi di trasporto (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	99.093	103.330	91.757	85.890	78.461	71.667
		Passività Correnti presunte	42.588	47.926	53.588	47.752	44.844	39.638
		CCNC	56.505	55.404	38.169	38.139	33.617	32.029
		CIMM	46.040	41.596	28.393	24.787	23.170	21.347
		CIN	102.545	97.000	66.562	62.926	56.787	53.376
		LIQG	7.975	10.661	8.324	9.336	7.443	6.967
		CIAA	2.816	2.555	3.059	3.182	2.862	2.317
	CIT	113.336	110.216	77.945	75.444	67.092	62.660	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	53.344	48.947	37.012	33.312	32.906	31.592
		PF-TL	59.992	61.269	40.933	42.132	34.186	31.068
		PF-TN	52.017	50.608	32.609	32.796	26.743	24.101
		Indebitamento totale	1,12	1,25	1,11	1,26	1,04	0,98
		Indebitamento industriale	1,41	1,71	1,60	2,03	1,51	1,39
		Absorbimento corrente del capitale di debito	94,19%	90,43%	93,25%	90,52%	98,34%	103,09%
		Irrispettività finanziaria	17,99%	21,57%	27,81%	29,71%	30,14%	29,88%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	-12,17%	-12,00%	-21,06%	-20,23%	-28,48%	-32,98%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-7,09%	81,20%	0,21%	43,50%	-16,42%	n.d.
		FMG Corrente	92,91%	18,80%	99,79%	56,50%	83,58%	n.d.
		FMG Investimenti	-43,59%	-73,31%	-54,42%	-55,54%	-54,98%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-30,77%	-20,64%	-28,28%	-39,51%	-43,18%	n.d.
Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)		-12,82%	-52,67%	-26,14%	-16,03%	-11,81%	n.d.	
FMG Operativa		49,32%	-54,51%	45,37%	0,97%	28,60%	n.d.	
FMG Tributaria		-28,82%	-24,84%	-24,49%	-31,70%	-31,75%	n.d.	
Fabbisogno operativo		20,50%	-79,35%	20,88%	-30,73%	-3,15%	n.d.	
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		1,08%	4,67%	-0,14%	0,37%	-6,49%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		21,58%	-74,68%	20,75%	-30,37%	-9,65%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		2,00%	54,14%	-30,68%	39,02%	17,64%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori		-7,06%	-30,66%	-29,39%	-19,21%	-9,68%	n.d.	
Varianti in conto capitale	9,07%	84,80%	-1,29%	58,23%	27,32%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-23,58%	20,54%	9,94%	-8,65%	-7,99%	n.d.		
Remunerazioni	-30,49%	7,85%	9,32%	-8,65%	-9,28%	n.d.		
Varianti in conto capitale	6,90%	12,69%	0,61%	0,00%	1,29%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	92,91%	18,80%	99,79%	56,50%	83,58%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	1,08%	4,67%	-0,14%	0,37%	-6,49%	n.d.	
	Totale disponibile	94,00%	23,47%	99,65%	56,87%	77,09%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-30,77%	-20,64%	-28,28%	-39,51%	-43,18%	n.d.	
	Imposte	-28,82%	-24,84%	-24,49%	-31,70%	-31,75%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-7,06%	-30,66%	-29,39%	-19,21%	-9,68%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	-30,49%	7,85%	9,32%	-8,65%	-9,28%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	-3,15%	-44,82%	26,82%	-42,20%	-16,80%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	6,90%	12,69%	0,61%	0,00%	1,29%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	9,07%	84,80%	-1,29%	58,23%	27,32%	n.d.		
Totale disponibile	15,97%	97,49%	-0,67%	58,23%	28,61%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-12,82%	-52,67%	-26,14%	-16,03%	-11,81%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	3,15%	44,82%	-26,82%	42,20%	16,80%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	9,41%	12,22%	9,19%	7,20%	7,27%	7,82%
		fiscalità apparente	44,39%	48,71%	59,23%	70,88%	68,60%	75,85%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-28,97%	-25,63%	-20,42%	-24,30%	-22,97%	-24,10%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	10,49%	17,37%	15,64%	9,99%	9,68%	10,27%
		ROS	6,51%	9,70%	6,59%	4,35%	4,13%	4,45%
		Rotazione CIN	1,61	1,79	2,37	2,30	2,34	2,31
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	ROS	ROS	ROS	CIN	ROS
		MDC/F	28,55%	31,10%	28,55%	27,09%	28,55%	28,27%
		Costi fissi	36,407	37,173	34,691	32,854	32,513	29,358
		Punto di pareggio (BEP)	127,523	119,528	121,518	121,261	113,868	103,841
MDS	22,81%	31,18%	23,08%	16,06%	14,46%	15,74%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	62,07%	55,85%	42,13%	43,56%	42,66%	43,31%
		Intensità di CCNC	34,20%	31,90%	24,16%	26,40%	25,25%	25,99%
		Intensità di CIMM	27,87%	23,95%	17,97%	17,16%	17,41%	17,32%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	122,73%	133,19%	134,43%	153,86%	145,09%	150,04%
	Leve di rischiosità	GLO	4,38	3,21	4,33	6,22	6,92	6,35
		GLP	3,67	3,36	3,67	3,87	3,67	3,70
		GLF	1,54	1,97	1,69	n.c.	1,79	1,44
		GLC	6,75	6,32	7,30	n.c.	12,41	9,13
		Vita residua presunta dei cespiti	9,63	9,49	6,92	6,04	5,55	5,14
	Duration implicite	Duration implicita degli attivi	5,28	3,15	3,48	4,36	4,27	3,88
Costo medio contabile del debito		6,29%	13,54%	10,34%	16,30%	7,12%	5,37%	
Duration implicita dei passivi		6,68	6,10	5,81	28,20	6,85	5,72	
Duration gap attivo/passivo		-1,40	-2,95	-2,33	-23,84	-2,58	-1,83	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito		0,75	0,77	0,88	1,65	1,18	1,10	
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,44	0,97	1,34	1,95	1,97	1,97		

138 Appendice

Tabella A. 17- Settore del mobile (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	1.258.711	1.350.762	1.319.515	1.250.932	1.128.544	1.061.075
		Passività Correnti presunte	619.376	644.470	682.426	676.672	608.819	551.351
		CCNC	639.335	706.292	637.089	574.260	519.725	509.724
		CIMM	789.161	788.073	557.357	539.509	530.161	491.974
		CIN	1.428.496	1.494.365	1.194.446	1.113.769	1.049.886	1.001.698
		LIQG	151.046	114.803	111.812	95.799	105.476	77.986
	CIAA	34.259	30.629	26.884	26.432	20.360	18.859	
	CIT	1.613.801	1.639.797	1.333.142	1.236.000	1.175.722	1.098.543	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	752.445	749.821	540.236	514.564	482.654	449.080
		PF-TL	861.356	889.976	792.906	721.436	693.068	649.463
		PF-TN	710.310	775.173	681.094	625.637	587.592	571.477
		Indebitamento totale	1,14	1,19	1,47	1,40	1,44	1,45
		Indebitamento industriale	1,52	1,47	1,97	1,84	1,94	1,84
		Assorbimento corrente del capitale di debito	74,22%	79,36%	80,35%	79,60%	74,99%	78,48%
		Irrispettosità finanziaria	21,51%	16,34%	17,49%	16,94%	18,16%	14,91%
		Copertura finanziaria degli investimenti fissi	4,26%	4,30%	2,16%	3,46%	6,85%	6,60%
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-48,08%	-38,03%	-31,93%	-32,69%	-32,69%	n.d.
		FMG Corrente	148,08%	61,97%	68,07%	67,31%	93,12%	n.d.
		FMG Investimenti	-68,95%	-73,52%	-50,98%	-51,87%	-69,70%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-61,78%	-46,16%	-41,25%	-45,98%	-52,91%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-7,16%	-27,36%	-9,73%	-5,90%	-16,79%	n.d.
		FMG Operativa	79,13%	-11,55%	17,09%	15,44%	23,42%	n.d.
		FMG Tributaria	-24,69%	-23,92%	-26,55%	-28,86%	-28,53%	n.d.
		Fabbisogno operativo	54,44%	-35,48%	-9,46%	-13,41%	-5,11%	n.d.
FMG accessorie e straordinarie		0,08%	4,08%	1,46%	-1,43%	2,64%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		54,51%	-31,40%	-8,00%	-14,85%	-2,47%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-63,14%	30,21%	10,61%	4,62%	-4,77%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori		-16,56%	-21,49%	-17,57%	-18,19%	-15,85%	n.d.	
Varianti in conto capitale	-46,57%	51,70%	28,19%	22,80%	11,09%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	8,63%	1,19%	-2,61%	10,23%	7,24%	n.d.		
Remunerazioni	2,42%	-0,39%	-0,30%	10,79%	1,46%	n.d.		
Varianti in conto capitale	6,21%	1,58%	-2,31%	-0,56%	5,78%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	148,08%	61,97%	68,07%	67,31%	93,12%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	0,08%	4,08%	1,46%	-1,43%	2,64%	n.d.	
	Totale disponibile	148,15%	66,05%	69,53%	65,88%	95,76%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-61,78%	-46,16%	-41,25%	-45,98%	-52,91%	n.d.	
	Imposte	-24,69%	-23,92%	-26,55%	-28,86%	-28,53%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-16,56%	-21,49%	-17,57%	-18,19%	-15,85%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	2,42%	-0,39%	-0,30%	10,79%	1,46%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	47,52%	-25,92%	-16,15%	-16,35%	-0,07%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	6,21%	1,58%	-2,31%	-0,56%	5,78%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-46,57%	51,70%	28,19%	22,80%	11,09%	n.d.		
Totale disponibile	-40,36%	53,29%	25,88%	22,25%	16,87%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-7,16%	-27,36%	-9,73%	-5,90%	-16,79%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-47,52%	25,92%	16,15%	16,35%	0,07%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	6,00%	6,77%	7,44%	6,90%	6,78%	6,71%
		fiscalità apparente	101,82%	62,00%	62,14%	76,01%	81,66%	77,92%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-27,65%	-23,71%	-21,28%	-22,10%	-22,99%	-23,53%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	3,73%	6,56%	9,68%	8,09%	6,52%	6,16%
		ROS	2,29%	3,64%	4,37%	3,73%	3,19%	3,03%
		Rotazione CIN	1,62	1,80	2,21	2,17	2,04	2,03
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	ROS	CIN
		MDC/F	27,04%	25,56%	25,28%	25,11%	26,25%	25,91%
		Costi fissi	574.414	588.938	552.976	516.939	494.537	466.273
		Punto di pareggio (BEP)	2.124.212	2.304.499	2.187.131	2.058.313	1.884.260	1.799.636
MDS	8,48%	14,26%	17,29%	14,85%	12,16%	11,69%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	61,55%	55,60%	45,17%	46,08%	48,94%	49,15%
		Intensità di CCNC	27,55%	26,28%	24,09%	23,76%	24,23%	25,01%
		Intensità di CIMM	34,00%	29,32%	21,08%	22,32%	24,72%	24,14%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	81,01%	89,62%	114,31%	106,44%	98,03%	103,61%
	Leve di rischiosità	GLO	11,79	7,01	5,78	6,74	8,22	8,55
		GLP	3,88	4,11	4,16	4,19	4,00	4,06
		GLF	2,17	1,87	1,51	1,53	1,64	1,77
		GLC	25,56	13,11	8,74	10,31	13,51	15,15
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	9,17	9,38	6,87	7,03	6,89	6,56
		Duration implicite degli attivi	n.c.	10,35	5,96	7,13	8,10	7,87
Costo medio contabile del debito		3,33%	5,12%	4,93%	4,33%	3,87%	4,14%	
Duration implicite dei passivi		10,20	8,49	7,31	7,73	8,48	8,57	
Duration gap attivo/passivo	n.c.	1,87	-1,35	-0,61	-0,38	-0,70		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,09	0,92	1,05	1,08	1,20	1,26		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,73	2,01	1,94	2,08	2,22	2,32		

Tabella A. 18 - Altri settori manifatturieri (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	409.477	441.880	429.780	451.523	398.782	383.050
		Passività Correnti presunte	133.051	143.247	135.305	161.439	139.620	138.494
		CCNC	276.426	298.634	294.475	290.084	259.162	244.556
		CIMM	193.133	221.159	199.574	206.754	204.158	213.390
		CIN	469.559	519.793	494.409	496.838	463.320	457.946
		LIQG	26.322	25.480	30.504	31.626	23.353	18.996
		CIAA	1.213	1.792	1.858	983	751	801
	CIT	497.094	547.065	526.411	529.447	487.424	477.743	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	167.428	174.344	175.531	184.002	183.816	176.261
		PF-TL	329.666	372.721	350.880	345.445	303.608	301.482
		PF-TN	303.344	347.241	320.376	313.819	280.255	282.486
		Indebitamento totale	1,97	2,14	2,00	1,88	1,65	1,71
		Indebitamento industriale	2,36	2,53	2,45	2,28	1,90	1,93
		Assorbimento corrente del capitale di debito	83,85%	80,12%	83,92%	83,97%	85,36%	81,12%
		Irrispettosità finanziaria	8,35%	7,32%	9,22%	9,44%	7,94%	6,57%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	7,80%	12,56%	6,85%	6,59%	6,70%	12,32%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-54,74%	8,94%	9,08%	46,12%	-27,01%	n.d.
		FMG Corrente	154,74%	91,06%	90,92%	53,88%	72,99%	n.d.
		FMG Investimenti	2,11%	-89,00%	-45,46%	-47,53%	-42,70%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-66,92%	-53,70%	-60,31%	-43,66%	-59,78%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	69,03%	-35,30%	14,85%	-3,87%	17,07%	n.d.
		FMG Operativa	156,85%	2,06%	45,46%	6,34%	30,29%	n.d.
		FMG Tributaria	-16,68%	-5,96%	-7,94%	-18,16%	-17,44%	n.d.
		Fabbisogno operativo	140,16%	-3,90%	37,52%	-11,82%	12,85%	n.d.
FMG accessorie e straordinarie		26,77%	5,20%	0,10%	-1,63%	-1,22%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		166,93%	1,30%	37,62%	-13,45%	11,63%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-139,94%	5,91%	-25,33%	20,66%	-18,14%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-31,74%	-51,81%	-38,89%	-29,40%	-14,02%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-108,20%	57,72%	13,56%	50,06%	-4,12%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-27,00%	-7,21%	-12,29%	-7,21%	6,51%	n.d.		
Remunerazioni	-25,39%	38,12%	-12,01%	-7,15%	-42,98%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-1,61%	-45,33%	-0,28%	-0,05%	49,49%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	154,74%	91,06%	90,92%	53,88%	72,99%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	26,77%	5,20%	0,10%	-1,63%	-1,22%	n.d.		
Totale disponibile	181,51%	96,26%	91,02%	52,24%	71,77%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-66,92%	-53,70%	-60,31%	-43,66%	-59,78%	n.d.		
Imposte	-16,68%	-5,96%	-7,94%	-18,16%	-17,44%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-31,74%	-51,81%	-38,89%	-29,40%	-14,02%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	-25,39%	38,12%	-12,01%	-7,15%	-42,98%	n.d.		
SALDO VERTICALE	40,78%	22,91%	-28,13%	-46,14%	-62,44%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	-1,61%	-45,33%	-0,28%	-0,05%	49,49%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-108,20%	57,72%	13,56%	50,06%	-4,12%	n.d.		
Totale disponibile	-109,81%	12,39%	13,28%	50,01%	45,36%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	69,03%	-35,30%	14,85%	-3,87%	17,07%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-40,78%	-22,91%	28,13%	46,14%	62,44%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	6,15%	6,53%	6,74%	8,96%	8,73%	10,28%
		fiscalità apparente	62,52%	1232,89%	297,29%	69,84%	66,43%	46,80%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-39,62%	-115,96%	-54,36%	-36,05%	-38,89%	-33,68%
		ROC	2,86%	4,15%	3,88%	7,60%	4,69%	6,99%
		ROS	2,04%	3,03%	2,68%	5,05%	3,51%	5,12%
	Margine di sicurezza	Rotazione CIN	1,40	1,37	1,45	1,51	1,34	1,36
		Fattore di massima contribuzione	CIN				ROS	
MDC/F		20,98%	20,58%	20,86%	21,14%	23,36%	24,77%	
Costi fissi		124.924	125.022	130.456	120.467	123.019	122.728	
Punto di pareggio (BEP)	595.395	607.524	625.259	569.942	526.568	495.451		
MDS	9,70%	14,70%	12,82%	23,87%	15,03%	20,68%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	71,21%	72,98%	68,88%	66,37%	74,77%	73,31%
		Intensità di CCNC	41,92%	41,93%	41,06%	38,75%	41,82%	39,15%
		Intensità di CIMM	29,29%	31,05%	27,83%	27,62%	32,95%	34,16%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	143,13%	135,03%	147,55%	140,30%	126,94%	114,61%
	Leve di rischiosità	GLO	10,31	6,80	7,80	4,19	6,66	4,84
		GLP	5,06	5,16	5,09	5,02	4,52	4,25
		GLF	n.c.	n.c.	n.c.	2,66	3,89	1,74
	Duration implicite	GLC	n.c.	n.c.	n.c.	11,15	25,88	8,42
		Vita residua presunta dei cespiti	7,11	8,85	6,84	7,06	6,32	6,62
		Duration implicite degli attivi	13,45	11,38	10,14	6,45	8,19	6,79
Costo medio contabile del debito		5,05%	6,13%	5,68%	6,83%	5,32%	4,52%	
Duration implicite dei passivi		16,95	19,01	17,28	11,27	11,39	8,61	
Duration gap attivo/passivo	-3,49	-7,63	-7,14	-4,82	-3,19	-1,82		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,91	1,65	1,95	1,41	1,60	1,25		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	3,45	2,73	3,20	2,25	2,74	2,19		

140 Appendice

Tabella A. 19 - Settore delle costruzioni (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	1.613.796	1.630.961	1.580.239	1.399.050	1.275.137	1.007.830
		Passività Correnti presunte	492.003	471.001	459.474	410.689	401.486	366.616
		CCNC	1.121.793	1.159.960	1.120.765	988.361	873.651	641.214
		CIMM	636.557	601.584	436.693	406.405	364.325	322.832
		CIN	1.758.350	1.761.544	1.557.458	1.394.766	1.237.976	964.046
		LIQG	77.349	86.453	80.140	79.319	71.734	48.848
	CIAA	39.660	29.630	21.434	26.301	27.070	24.040	
	CIT	1.875.359	1.877.627	1.659.032	1.500.386	1.336.780	1.036.934	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	520.090	508.634	388.555	369.012	335.098	260.486
		PF-TL	1.355.269	1.368.993	1.270.477	1.131.374	1.001.682	776.448
		PF-TN	1.277.920	1.282.540	1.190.337	1.052.055	929.948	727.600
		Indebitamento totale	2,61	2,69	3,27	3,07	2,99	2,98
		Indebitamento industriale	3,36	3,49	4,43	4,30	4,24	4,14
		Assorbimento corrente del capitale di debito	82,77%	84,73%	88,22%	87,36%	87,22%	82,58%
		Irrispettosità finanziaria	8,63%	8,48%	7,99%	9,34%	9,86%	9,39%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	8,59%	6,79%	3,79%	3,31%	2,92%	8,03%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-33,36%	-29,34%	99,45%	91,60%	-192,57%	n.d.
		FMG Corrente	133,36%	70,66%	0,55%	8,40%	-92,57%	n.d.
		FMG Investimenti	-82,36%	-81,43%	-45,52%	-69,08%	-18,79%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-33,99%	-25,73%	-24,12%	-26,77%	-25,29%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-48,37%	-55,70%	-21,40%	-42,30%	6,50%	n.d.
		FMG Operativa	51,00%	-10,77%	-44,97%	-60,68%	-111,36%	n.d.
		FMG Tributaria	-23,97%	-22,30%	-28,26%	-29,94%	-29,86%	n.d.
		Fabbisogno operativo	27,03%	-33,07%	-73,23%	-90,61%	-141,22%	n.d.
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>-10,55%</i>	<i>-4,29%</i>	<i>4,34%</i>	<i>-1,71%</i>	<i>-4,54%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale		16,48%	-37,36%	-68,89%	-92,32%	-145,76%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-29,26%	36,96%	80,20%	76,22%	149,26%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-25,22%	-32,06%	-23,67%	-21,28%	-18,38%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-4,04%	69,02%	103,87%	97,51%	167,64%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	12,78%	0,40%	-11,31%	16,10%	-3,50%	n.d.		
Remunerazioni	-19,39%	-2,53%	-13,08%	10,93%	-7,26%	n.d.		
Varianti in conto capitale	32,18%	2,93%	1,76%	5,17%	3,77%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	133,36%	70,66%	0,55%	8,40%	-92,57%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	-10,55%	-4,29%	4,34%	-1,71%	-4,54%	n.d.	
	Totale disponibile	122,81%	66,37%	4,89%	6,69%	-97,11%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-33,99%	-25,73%	-24,12%	-26,77%	-25,29%	n.d.	
	Imposte	-23,97%	-22,30%	-28,26%	-29,94%	-29,86%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-25,22%	-32,06%	-23,67%	-21,28%	-18,38%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	-19,39%	-2,53%	-13,08%	10,93%	-7,26%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	20,23%	-16,26%	-84,23%	-60,38%	-177,91%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	32,18%	2,93%	1,76%	5,17%	3,77%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-4,04%	69,02%	103,87%	97,51%	167,64%	n.d.		
Totale disponibile	28,14%	71,96%	105,63%	102,68%	171,41%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-48,37%	-55,70%	-21,40%	-42,30%	6,50%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-20,23%	16,26%	84,23%	60,38%	177,91%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	9,15%	8,85%	10,19%	9,95%	10,77%	9,72%
		fiscalità apparente	61,52%	50,62%	53,42%	60,33%	55,00%	56,22%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-86,21%	-72,46%	-81,07%	-74,62%	-73,09%	-58,42%
		ROC	4,30%	5,63%	6,49%	6,57%	7,28%	7,13%
		ROS	6,04%	6,57%	7,74%	7,29%	8,04%	6,72%
	Margine di sicurezza	Rotazione CIN	0,71	0,86	0,84	0,90	0,91	1,06
		Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	CIN	ROS	CIN
		MDC/F	31,54%	27,98%	31,33%	29,44%	30,80%	30,41%
		Costi fissi	318.731	323.283	308.173	278.713	255.057	242.359
	I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Punto di pareggio (BEP)	1.010.639	1.155.242	983.517	946.582	828.153
MDS			19,16%	23,48%	24,69%	24,76%	26,12%	22,11%
Intensità di CIN			140,66%	116,68%	119,26%	110,87%	110,44%	94,24%
Leve di rischiosità		Intensità di CCNC	89,74%	76,83%	85,82%	78,56%	77,94%	62,68%
		Intensità di CIMM	50,92%	39,85%	33,44%	32,30%	32,50%	31,56%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	176,23%	192,82%	256,65%	243,20%	239,80%	198,62%
Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	GLO	5,22	4,26	4,05	4,04	3,83	4,52
		GLP	3,31	3,74	3,33	3,55	3,39	3,43
		GLF	1,80	1,95	1,66	1,53	1,40	1,47
	Duration implicite	GLC	9,42	8,32	6,73	6,18	5,37	6,67
		Duration implicita degli attivi	16,37	17,50	13,60	12,12	11,93	10,52
		Costo medio contabile del debito	13,21	8,80	6,51	6,37	5,61	6,09
		Duration implicita dei passivi	2,48%	3,54%	3,16%	2,81%	2,58%	2,85%
Duration gap attivo/passivo	21,22	19,95	19,23	17,18	15,12	14,36		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	-8,01	-11,14	-12,71	-10,81	-9,51	-8,27		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,23	1,10	1,30	1,33	1,22	1,30		
		2,48	1,93	2,18	2,19	1,94	1,98	

Tabella A. 20 - Settore del commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	331.398	352.419	357.592	321.416	315.449	302.205	
	Passività Correnti presunte	156.247	156.040	170.942	172.446	159.145	158.535	
	CCNC	175.151	196.379	186.651	148.970	156.304	143.670	
	CIMM	84.621	80.188	56.221	50.548	45.696	43.609	
	CIN	259.772	276.567	242.872	199.518	202.000	187.279	
	LIQG	15.749	13.355	13.797	15.411	13.877	12.983	
	CIAA CIT	1.238 276.759	1.235 291.157	1.515 258.184	1.330 216.259	2.809 218.686	2.083 202.345	
Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	88.814	87.042	65.769	62.827	59.845	55.201	
	PF-TL	187.945	204.115	192.415	153.432	158.841	147.144	
	PF-TN	172.196	190.760	178.618	138.021	144.964	134.161	
	Indebitamento totale	2,12	2,35	2,93	2,44	2,65	2,67	
	Indebitamento industriale	2,62	2,82	3,81	3,33	3,68	3,67	
	Assorbimento corrente del capitale di debito	93,19%	96,21%	97,00%	97,09%	98,40%	97,64%	
	Irrispettosità finanziaria	9,04%	7,15%	7,96%	10,91%	10,50%	10,24%	
Copertura finanziaria degli investimenti fissi	-2,23%	-3,36%	-4,96%	-8,00%	-8,91%	-7,88%		
Analisi finanziaria	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
	Variazione CCNC	-101,04%	-32,67%	-140,47%	-29,41%	-58,76%	n.d.	
	FMG Corrente	201,04%	67,33%	-40,47%	129,41%	41,24%	n.d.	
	FMG Investimenti	-64,31%	-34,49%	-48,87%	-48,66%	-34,48%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-39,43%	-25,54%	-27,54%	-29,18%	-34,70%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-24,88%	-8,94%	-21,33%	-19,49%	0,22%	n.d.	
	FMG Operativa	136,73%	32,84%	-89,34%	80,75%	6,76%	n.d.	
	FMG Tributaria	-24,62%	-18,76%	-28,25%	-31,09%	-29,60%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	112,11%	14,08%	-117,59%	49,66%	-22,84%	n.d.	
	<i>FMG accessorie e straordinarie</i>	0,54%	-14,78%	0,59%	5,35%	0,36%	n.d.	
	Fabbisogno aziendale	112,65%	-0,70%	-117,01%	55,01%	-22,48%	n.d.	
	Coperture attivate							
	FMG Finanza del debito	-117,79%	6,98%	123,42%	-52,15%	24,13%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-29,43%	-33,80%	-27,92%	-24,31%	-26,12%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-88,36%	40,78%	151,34%	-27,84%	50,25%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	5,14%	-6,28%	-4,42%	-2,86%	-1,64%	n.d.		
Remunerazioni	3,83%	-6,51%	-6,93%	-2,22%	-5,41%	n.d.		
Varianti in conto capitale	1,31%	0,24%	0,51%	-0,64%	3,77%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	201,04%	67,33%	-40,47%	129,41%	41,24%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	0,54%	-14,78%	0,59%	5,35%	0,36%	n.d.		
Totale disponibile	201,59%	52,55%	-39,89%	134,76%	41,60%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-39,43%	-25,54%	-27,54%	-29,18%	-34,70%	n.d.		
Imposte	-24,62%	-18,76%	-28,25%	-31,09%	-29,60%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-29,43%	-33,80%	-27,92%	-24,31%	-26,12%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	3,83%	-6,51%	-6,93%	-2,22%	-5,41%	n.d.		
SALDO VERTICALE	111,93%	-32,07%	-130,53%	47,97%	-54,24%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	1,31%	0,24%	0,51%	-0,64%	3,77%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-88,36%	40,78%	151,34%	-27,84%	50,25%	n.d.		
Totale disponibile	-87,05%	41,01%	151,86%	-28,48%	54,01%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-24,88%	-8,94%	-21,33%	-19,49%	0,22%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-111,93%	32,07%	130,53%	-47,97%	54,24%	n.d.		
Reddittività	MOL/F	2,38%	3,07%	2,64%	2,65%	2,42%	2,59%	
	fiscalità apparente	77,67%	75,25%	61,65%	67,69%	68,97%	70,89%	
	Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziamente	-19,28%	-19,48%	-17,33%	-14,97%	-16,86%	-16,36%	
		2,75%	3,90%	5,83%	5,72%	4,6%	4,61%	
	Determinanti della redditività operativa	4,90%	8,02%	8,00%	8,85%	6,95%	7,89%	
	ROS	1,44%	2,28%	1,91%	1,88%	1,58%	1,76%	
Rotazione CIN	3,40	3,51	4,19	4,72	4,39	4,48		
Fattore di massima contribuzione	CIN	ROS	ROS	ROS	CIN	CIN		
Margine di sicurezza	10,69%	10,64%	9,51%	9,67%	9,58%	9,61%		
MDC/F	10,69%	10,64%	9,51%	9,67%	9,58%	9,61%		
Costi fissi	81.778	81.066	77.326	73.399	70.947	65.876		
Punto di pareggio (BEP)	764.987	761.973	813.365	758.947	740.783	685.706		
MDS	13,47%	21,48%	20,09%	19,40%	16,52%	18,32%		
I rischi aziendali	Intensità di CIN	29,39%	28,50%	23,86%	21,19%	22,76%	22,31%	
	Intensità di CCNC	19,81%	20,24%	18,34%	15,82%	17,61%	17,11%	
	Intensità di CIMM	9,57%	8,26%	5,52%	5,37%	5,15%	5,19%	
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	206,98%	244,90%	331,99%	294,71%	342,05%	329,45%	
	GLO	7,43	4,66	4,98	5,16	6,05	5,46	
	GLP	10,42	10,48	11,87	11,65	11,78	11,74	
	GLF	2,24	2,07	1,85	1,69	1,94	1,74	
	GLC	16,61	9,64	9,22	8,71	11,73	9,48	
	Vita residua presunta dei cespiti	10,21	10,54	7,61	6,95	6,12	6,25	
	Duration implicita degli attivi	7,34	4,40	3,68	3,52	3,63	3,39	
	Costo medio contabile del debito	3,74%	5,62%	4,65%	4,70%	4,28%	4,26%	
Duration implicita dei passivi	16,86	13,86	15,15	12,30	15,23	13,48		
Duration gap attivo/passivo	-9,52	-9,46	-11,47	-8,77	-11,60	-10,09		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,48	1,21	1,70	1,58	2,08	1,87		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,41	1,72	2,37	2,23	2,81	2,52		

142 Appendice

Tabella A. 21 - Settore del commercio all'ingrosso e intermediari del commercio, esclusi autoveicoli e motocicli (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	2.516.352	2.592.689	2.425.448	2.257.079	2.148.223	2.017.904
		Passività Correnti presunte	743.695	793.487	836.591	800.900	731.176	641.068
		CCNC	1.772.657	1.799.202	1.588.857	1.456.179	1.417.047	1.376.836
		CIMM	1.137.626	1.157.451	1.061.375	1.018.248	1.027.539	1.021.546
		CIN	2.910.283	2.956.653	2.650.232	2.474.427	2.444.586	2.398.382
		UQG	226.785	179.798	216.395	189.658	189.344	167.787
	CIAA	48.119	50.065	39.031	40.375	27.564	34.846	
	CIT	3.185.187	3.186.516	2.905.658	2.704.460	2.661.494	2.601.015	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	1.502.450	1.383.294	1.241.548	1.192.245	1.129.325	1.062.281
		PF-TL	1.682.737	1.803.222	1.664.110	1.512.215	1.532.169	1.538.734
		PF-TN	1.455.952	1.623.424	1.447.715	1.322.557	1.342.825	1.370.947
		Indebitamento totale	1,12	1,30	1,34	1,27	1,36	1,45
		Indebitamento industriale	1,37	1,56	1,69	1,57	1,68	1,79
		Assorbimento corrente del capitale di debito	105,34%	99,78%	95,48%	96,29%	92,49%	89,48%
		Irrispettosità finanziaria	16,34%	12,75%	15,35%	15,21%	14,16%	13,17%
Copertura finanziaria degli investimenti fissi		-21,68%	-12,52%	-10,83%	-11,51%	-6,64%	-2,65%	
MOL		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
Variazione CCNC		-6,45%	-45,69%	-32,53%	-12,08%	-12,46%	n.d.	
Dinamica finanziaria rispetto al MOL	FMG Corrente	106,45%	54,31%	67,47%	87,92%	87,54%	n.d.	
	FMG Investimenti	-27,06%	-37,89%	-40,23%	-32,56%	-41,45%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-30,96%	-27,07%	-29,41%	-34,74%	-40,97%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	3,91%	-10,82%	-10,82%	2,18%	-0,48%	n.d.	
	FMG Operativa	79,40%	16,42%	27,24%	55,36%	46,09%	n.d.	
	FMG Tributaria	-22,88%	-22,27%	-25,67%	-26,54%	-20,91%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	56,52%	-5,85%	1,57%	28,82%	25,18%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	3,07%	-1,10%	1,92%	-3,34%	3,70%	n.d.	
	Fabbisogno aziendale	59,58%	-6,95%	3,49%	25,48%	28,88%	n.d.	
	Coperture attivate							
	FMG Finanza del debito	-46,91%	25,73%	19,09%	-17,12%	-26,28%	n.d.	
	Remunerazioni a finanziatori	-6,20%	-12,44%	-11,60%	-10,86%	-17,56%	n.d.	
	Varianti in conto capitale	-40,72%	38,17%	30,68%	-6,26%	-8,71%	n.d.	
	FMG Finanza dell'equity	-12,67%	-18,78%	-22,58%	-8,36%	-2,61%	n.d.	
	Remunerazioni	-12,63%	-19,83%	-25,37%	-10,39%	-4,24%	n.d.	
Varianti in conto capitale	-0,04%	1,05%	2,79%	2,02%	1,63%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	106,45%	54,31%	67,47%	87,92%	87,54%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	3,07%	-1,10%	1,92%	-3,34%	3,70%	n.d.		
Totale disponibile	109,52%	53,21%	69,40%	84,59%	91,24%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-30,96%	-27,07%	-29,41%	-34,74%	-40,97%	n.d.		
Imposte	-22,88%	-22,27%	-25,67%	-26,54%	-20,91%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-6,20%	-12,44%	-11,60%	-10,86%	-17,56%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	-12,63%	-19,83%	-25,37%	-10,39%	-4,24%	n.d.		
SALDO VERTICALE	36,85%	-28,40%	-22,66%	2,05%	7,57%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	-0,04%	1,05%	2,79%	2,02%	1,63%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-40,72%	38,17%	30,68%	-6,26%	-8,71%	n.d.		
Totale disponibile	-40,76%	39,22%	33,48%	-4,23%	-7,09%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	3,91%	-10,82%	-10,82%	2,18%	-0,48%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-36,85%	28,40%	22,66%	-2,05%	-7,57%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	7,98%	8,23%	7,55%	6,48%	7,15%	6,64%
		fiscalità apparente	34,95%	36,02%	42,34%	48,18%	48,52%	46,48%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-29,19%	-26,89%	-25,07%	-25,76%	-27,71%	-27,62%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	9,76%	11,35%	10,86%	8,54%	7,79%	7,08%
		ROS	5,51%	6,00%	5,33%	4,23%	4,22%	3,84%
		Rotazione CIN	1,77	1,89	2,04	2,02	1,85	1,84
		Fattore di massima contribuzione	CIN	ROS	ROS	ROS	ROS	CIN
	Margine di sicurezza	MDC/F	17,11%	16,54%	15,40%	14,53%	15,27%	14,30%
		Costi fissi	598.497	589.754	543.714	515.277	498.914	461.980
		Punto di pareggio (BEP)	3.496.949	3.566.356	3.530.344	3.546.772	3.266.930	3.229.734
MDS	32,18%	36,28%	34,62%	29,09%	27,63%	26,88%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	56,44%	52,83%	49,08%	49,47%	54,15%	54,30%
		Intensità di CCNC	34,38%	32,15%	29,42%	29,11%	31,39%	31,17%
		Intensità di CIMM	22,06%	20,68%	19,66%	20,36%	22,76%	23,13%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	155,82%	155,45%	149,70%	143,01%	137,91%	134,78%
	Leve di rischiosità	GLO	3,11	2,76	2,89	3,44	3,62	3,72
		GLP	6,27	6,50	7,01	7,47	7,08	7,59
		GLF	1,22	1,33	1,38	1,50	1,40	1,37
		GLC	3,78	3,67	3,98	5,16	5,05	5,10
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	8,93	9,29	8,85	9,05	7,77	8,29
		Duration implicite degli attivi	4,91	4,24	4,91	6,18	6,05	6,73
Costo medio contabile del debito		2,99%	4,64%	4,74%	4,66%	3,53%	2,99%	
Duration implicite dei passivi		6,27	6,36	7,35	8,62	8,30	9,06	
Duration gap attivo/passivo		-1,37	-2,13	-2,44	-2,44	-2,25	-2,33	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito		0,73	0,73	0,86	0,96	1,06	1,08	
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,65	1,39	1,60	1,84	1,96	2,00		

Tabella A. 22 - Settore del commercio al dettaglio e riparazione di beni personali per la casa (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	413.457	431.842	376.309	313.282	266.635	216.122
		Passività Correnti presunte	218.632	223.563	181.101	168.064	140.563	116.966
		CCNC	194.825	208.279	195.208	145.218	126.072	99.156
		CIMM	295.656	284.602	189.109	189.038	161.893	156.018
		CIN	490.481	492.891	384.317	334.256	287.965	255.174
		LIQG	36.284	38.914	48.825	47.673	47.453	46.062
		ClAA	3.938	4.929	6.740	7.343	8.958	4.940
	CIT	530.703	536.724	439.882	389.272	344.376	306.176	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	197.074	193.789	146.247	146.600	107.907	103.038
		PF-TL	333.629	342.935	293.635	242.572	236.469	203.138
		PF-TN	297.345	304.021	244.810	194.999	189.016	157.076
		Indebitamento totale	1,69	1,77	2,01	1,66	2,19	1,97
		Indebitamento industriale	2,13	2,29	3,24	2,65	4,59	3,90
		Assorbimento corrente del capitale di debito	58,40%	60,73%	66,48%	59,84%	53,31%	48,81%
		Irrispositività finanziaria	12,06%	12,78%	18,92%	22,67%	28,86%	25,11%
	Equilibri	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	29,55%	26,48%	14,60%	17,49%	22,83%	26,08%
		SALDO ORIZZONTALE	-17.164	9.987	54.796	-19.463	-28.480	n.d.
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-25,58%	30,34%	109,32%	-53,07%	86,74%	n.d.
		FMG Corrente	135,58%	69,66%	-9,32%	46,93%	13,26%	n.d.
		FMG Investimenti	-90,93%	-182,89%	-32,83%	-119,91%	-70,32%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-63,16%	-52,56%	-43,77%	-44,63%	-49,94%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-27,77%	-130,32%	10,95%	-75,28%	-20,39%	n.d.
		FMG Operativa	44,65%	-113,23%	-42,15%	-72,98%	-57,06%	n.d.
		FMG Tributaria	-23,07%	-22,01%	-26,98%	-28,80%	-26,57%	n.d.
Fabbisogno operativo		21,58%	-135,24%	-69,13%	-101,78%	-83,63%	n.d.	
FMG accessorie e straordinarie		11,64%	3,36%	0,61%	6,03%	-10,77%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		33,22%	-131,88%	-68,52%	-95,75%	-94,41%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-43,10%	111,72%	88,10%	-3,83%	84,89%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-25,45%	-25,72%	-20,83%	-20,42%	-18,04%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-17,65%	137,44%	108,93%	16,58%	102,93%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	9,88%	20,15%	-19,58%	99,58%	9,91%	n.d.		
Remunerazioni	9,84%	4,09%	-19,54%	94,84%	0,28%	n.d.		
Varianti in conto capitale	0,04%	16,06%	-0,04%	4,75%	9,24%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	135,58%	69,66%	-9,32%	46,93%	13,26%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	11,64%	3,36%	0,61%	6,03%	-10,77%	n.d.	
	Totale disponibile	147,22%	73,02%	-8,71%	52,95%	2,49%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-63,16%	-52,56%	-43,77%	-44,63%	-49,94%	n.d.	
	Imposte	-23,07%	-22,01%	-26,98%	-28,80%	-26,57%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-25,45%	-25,72%	-20,83%	-20,42%	-18,04%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	9,84%	4,09%	-19,54%	94,84%	0,28%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	45,39%	-23,18%	-119,83%	53,95%	-91,78%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
	Apporti di nuovo capitale di rischio	0,04%	16,06%	-0,04%	4,75%	9,24%	n.d.	
	Apporti di nuovo capitale di debito	-17,65%	137,44%	108,93%	16,58%	102,93%	n.d.	
	Totale disponibile	-17,62%	153,51%	108,88%	21,33%	112,17%	n.d.	
Investimenti di espansione e sviluppo	-27,77%	-130,32%	10,95%	-75,28%	-20,39%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-45,39%	23,18%	119,83%	-53,95%	91,78%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	3,74%	4,04%	4,79%	4,64%	4,40%	5,18%
		fiscaltà apparente	113,33%	105,45%	77,78%	78,89%	77,72%	64,41%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-19,75%	-19,77%	-19,37%	-17,70%	-16,88%	-13,64%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	2,84%	4,15%	6,69%	5,98%	5,39%	6,98%
		ROS	1,38%	1,92%	2,69%	2,57%	2,20%	2,78%
		Rotazione CIN	2,06	2,16	2,49	2,33	2,45	2,51
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	CIN	ROS
		MDC/F	18,69%	18,04%	18,79%	19,11%	18,81%	19,06%
		Costi fissi	175.221	171.818	153.721	128.618	117.235	104.235
		Punto di pareggio (BEP)	937.339	952.356	818.275	672.872	623.368	546.997
MDS	7,37%	10,63%	14,33%	13,44%	11,70%	14,59%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	48,47%	46,25%	40,24%	43,00%	40,79%	39,84%
		Intensità di CCNC	19,25%	19,55%	20,44%	18,68%	17,86%	15,48%
		Intensità di CIMM	29,22%	26,71%	19,80%	24,32%	22,93%	24,36%
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	65,90%	73,18%	103,22%	76,82%	77,87%	63,55%	
	Leve di rischiosità	GLO	13,58	9,41	6,98	7,44	8,55	6,85
		GLP	5,71	5,93	5,68	5,58	5,67	5,59
		GLF	4,55	3,68	1,88	1,78	1,72	1,51
		GLC	61,79	34,64	13,13	13,21	14,72	10,38
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	12,38	12,57	9,45	11,74	10,45	10,14
		Duration implicite degli attivi	29,02	15,91	8,85	12,54	11,49	9,77
Costo medio contabile del debito		3,26%	4,34%	4,10%	3,60%	2,76%	2,98%	
Duration implicite dei passivi		15,75	15,24	12,42	12,68	13,83	10,82	
Duration gap attivo/passivo		13,27	0,67	-3,58	-0,14	-2,34	-1,05	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,21	1,15	1,24	1,06	1,27	1,06		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,38	1,98	1,94	1,84	1,90	1,59		

144 Appendice

Tabella A. 23 - Settore dei trasporti terrestri e delle attività ausiliare ai trasporti (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004		
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	485.287	560.059	542.855	519.476	431.355	364.652	
		Passività Correnti presunte	447.796	522.343	469.414	440.606	370.404	367.733	
		CCNC	37.491	37.716	73.441	78.870	60.951	-3.081	
		CIMM	246.006	242.275	207.994	187.729	179.694	208.679	
		CIN	283.497	279.991	281.435	266.599	240.645	205.598	
		LIQG	16.929	18.962	39.687	25.246	22.517	21.306	
		CIAA	6.294	16.362	2.671	12.975	4.334	1.720	
	CT	306.720	315.315	323.793	304.820	267.496	228.624		
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	198.418	195.035	190.852	181.793	175.298	161.648	
		PF-TL	108.302	120.280	132.941	123.027	92.198	66.976	
		PF-TN	91.373	101.318	93.254	97.781	69.681	45.670	
		Indebitamento totale	0,55	0,62	0,70	0,68	0,53	0,41	
		Indebitamento industriale	0,62	0,75	0,90	0,86	0,62	0,48	
		Absorbimento corrente del capitale di debito	34,62%	31,36%	55,24%	64,11%	66,11%	-4,60%	
		Irrispettosità finanziaria	21,44%	29,37%	31,86%	31,07%	29,12%	34,38%	
		Copertura finanziaria degli investimenti fissi	43,94%	39,27%	12,89%	4,82%	4,77%	70,22%	
		Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
			Variazione CCNC	-0,30%	-49,10%	-6,49%	-34,05%	130,33%	n.d.
	FMG Corrente		100,30%	149,10%	106,49%	65,95%	-30,39%	n.d.	
	FMG Investimenti		-42,90%	-68,58%	-60,12%	-67,21%	-2,86%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)		-34,55%	-38,77%	-35,87%	-51,41%	-54,44%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)		-8,35%	-29,81%	-24,25%	-15,80%	-51,58%	n.d.	
	FMG Operativa		57,40%	80,52%	46,37%	-1,26%	-33,25%	n.d.	
FMG Tributaria	-17,64%		-22,66%	-23,46%	-16,89%	-31,98%	n.d.		
Fabbisogno operativo	39,76%		57,86%	22,90%	-18,15%	-65,24%	n.d.		
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>	12,84%		-18,64%	13,88%	-16,00%	-8,93%	n.d.		
Fabbisogno aziendale	52,59%		39,22%	36,78%	-34,15%	-74,16%	n.d.		
Coperture attivate									
FMG Finanza del debito	-32,28%		12,14%	-18,28%	31,49%	65,33%	n.d.		
Remunerazioni a finanziatori	-19,03%	1,06%	-12,86%	-21,91%	16,44%	n.d.			
Varianti in conto capitale	-13,25%	11,08%	-5,41%	53,40%	48,89%	n.d.			
FMG Finanza dell'equity	-20,31%	-51,36%	-18,50%	2,66%	8,83%	n.d.			
Remunerazioni	-21,58%	-50,01%	-30,44%	0,21%	8,78%	n.d.			
Varianti in conto capitale	1,27%	-1,35%	11,94%	2,45%	0,06%	n.d.			
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE								
	FMG Corrente	100,30%	149,10%	106,49%	65,95%	-30,39%	n.d.		
	FMG accessorie e straordinarie	12,84%	-18,64%	13,88%	-16,00%	-8,93%	n.d.		
	Totale disponibile	113,14%	130,46%	120,37%	49,95%	-39,32%	n.d.		
	Investimenti di rimpiazzo	-34,55%	-38,77%	-35,87%	-51,41%	-54,44%	n.d.		
	Imposte	-17,64%	-22,66%	-23,46%	-16,89%	-31,98%	n.d.		
	Remunerazioni al capitale di debito	-19,03%	1,06%	-12,86%	-21,91%	16,44%	n.d.		
	Remunerazioni al capitale di rischio	-21,58%	-50,01%	-30,44%	0,21%	8,78%	n.d.		
	SALDO VERTICALE	20,33%	20,08%	17,72%	-40,05%	-100,53%	n.d.		
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	1,27%	-1,35%	11,94%	2,45%	0,06%	n.d.			
Apporti di nuovo capitale di debito	-13,25%	11,08%	-5,41%	53,40%	48,89%	n.d.			
Totale disponibile	-11,99%	9,73%	6,53%	55,85%	48,95%	n.d.			
Investimenti di espansione e sviluppo	-8,35%	-29,81%	-24,25%	-15,80%	-51,58%	n.d.			
SALDO ORIZZONTALE	-20,33%	-20,08%	-17,72%	40,05%	100,53%	n.d.			
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	4,73%	4,26%	4,99%	3,33%	3,30%	3,48%	
		fiscaltà apparente	38,49%	36,28%	44,42%	62,31%	54,78%	48,73%	
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	0,55%	0,51%	-1,61%	-3,74%	-2,61%	1,99%	
		crescita sostenibile finanziariamente	-532,62%	-536,06%	172,46%	33,60%	57,31%	-89,83%	
		ROC	17,32%	15,91%	19,06%	9,59%	9,30%	12,57%	
	Margine di sicurezza	ROS	3,10%	2,61%	3,20%	1,62%	1,50%	1,70%	
		Rotazione CIN	5,60	6,10	5,96	5,92	6,18	7,41	
Fattore di massima contribuzione		ROS		CIN		ROS			
MDC/F		14,71%	13,58%	13,99%	11,99%	12,15%	12,05%		
Intensità d'uso del capitale	Costi fissi	184.307	187.382	180.956	163.771	158.339	157.694		
	Punto di pareggio (BEP)	1.252.811	1.379.859	1.293.723	1.365.995	1.302.946	1.308.852		
	MDS	21,04%	19,21%	22,86%	13,50%	12,38%	14,08%		
I rischi aziendali	Intensità di rischio	Intensità di CIN	17,87%	16,39%	16,78%	16,88%	16,18%	13,50%	
		Intensità di CCNC	2,36%	2,21%	4,38%	4,99%	4,10%	-0,20%	
		Intensità di CIMM	15,50%	14,19%	12,40%	11,89%	12,08%	13,70%	
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	15,24%	15,57%	35,31%	42,01%	33,92%	-1,48%	
	Leve di rischio	GLO	4,75	5,21	4,37	7,40	8,08	7,10	
		GLP	7,37	8,03	7,78	9,19	9,06	9,14	
		GLF	1,11	1,21	1,10	1,19	1,14	1,11	
		GLC	5,28	6,31	4,83	8,80	9,25	7,88	
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	9,49	8,59	6,93	6,94	6,72	7,66	
		Duration implicita degli attivi	6,35	6,16	4,73	7,53	7,43	8,13	
Costo medio contabile del debito		4,50%	6,48%	3,81%	3,30%	3,07%	3,80%		
Duration implicita dei passivi		2,13	2,55	2,53	3,77	2,97	1,99		
Duration gap attivo/passivo		4,22	3,61	2,20	3,76	4,46	6,14		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito		0,26	0,35	0,40	0,57	0,47	0,29		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	0,88	0,91	1,01	1,51	1,45	1,03			

Tabella A. 24 - Settore alberghiero e della ristorazione (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	18.364	20.472	20.241	17.808	17.385	15.026
		Passività Correnti presunte	19.926	20.906	22.467	17.857	15.142	12.777
		CCNC	-1.562	-434	-2.226	-49	2.243	2.249
		CIMM	73.663	76.106	64.696	64.852	64.264	35.105
		CIN	72.101	75.672	62.470	64.803	66.507	37.354
		LIQG	4.249	3.859	4.697	4.056	4.134	2.628
		CIAA	926	637	431	196	136	140
	CIT	77.276	80.168	67.598	69.055	70.777	40.122	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	33.715	35.531	23.310	21.396	21.098	13.210
		PF-TL	43.561	44.637	44.288	47.659	49.679	26.912
		PF-TN	39.312	40.778	39.591	43.603	45.545	24.284
		Indebitamento totale	1,29	1,26	1,90	2,23	2,35	2,04
		Indebitamento industriale	1,53	1,44	2,44	2,78	2,95	2,58
		Assorbimento corrente del capitale di debito	-3,59%	-0,97%	-5,03%	-0,10%	4,52%	8,36%
		Irrispettosità finanziaria	11,88%	10,07%	11,58%	8,92%	8,60%	10,29%
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	91,71%	90,90%	93,45%	91,18%	86,89%	81,36%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-18,42%	-18,69%	-22,03%	-29,27%	-21,21%	n.d.
		FMG Corrente	118,42%	81,31%	122,03%	129,27%	100,21%	n.d.
		FMG Investimenti	-47,26%	-39,77%	-45,35%	-60,12%	-1105,95%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-79,67%	-50,51%	-46,92%	-52,61%	-97,34%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	32,40%	10,74%	1,58%	-7,51%	-1008,61%	n.d.
		FMG Operativa	71,15%	41,55%	76,69%	69,15%	-1005,74%	n.d.
		FMG Tributaria	-25,15%	-23,06%	-20,82%	-25,58%	-46,84%	n.d.
		Fabbisogno operativo	46,00%	18,48%	55,87%	43,56%	-1052,58%	n.d.
FMG accessorie e straordinarie		-3,85%	-1,74%	1,83%	1,17%	21,48%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		42,15%	16,74%	57,70%	44,74%	-1031,10%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-50,46%	-14,52%	-65,37%	-49,13%	695,02%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-26,52%	-26,90%	-24,77%	-24,33%	-40,40%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-23,94%	12,38%	-40,60%	-24,80%	735,42%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	8,31%	-2,22%	7,67%	4,39%	336,08%	n.d.		
Remunerazioni	31,34%	29,57%	4,39%	-2,18%	60,12%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-23,03%	-31,79%	3,28%	6,57%	275,96%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	118,42%	81,31%	122,03%	129,27%	100,21%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	-3,85%	-1,74%	1,83%	1,17%	21,48%	n.d.	
	Totale disponibile	114,56%	79,57%	123,86%	130,44%	121,69%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-79,67%	-50,51%	-46,92%	-52,61%	-97,34%	n.d.	
	Imposte	-25,15%	-23,06%	-20,82%	-25,58%	-46,84%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-26,52%	-26,90%	-24,77%	-24,33%	-40,40%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	31,34%	29,57%	4,39%	-2,18%	60,12%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	14,56%	8,67%	35,74%	25,73%	-2,77%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	-23,03%	-31,79%	3,28%	6,57%	275,96%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-23,94%	12,38%	-40,60%	-24,80%	735,42%	n.d.		
Totale disponibile	-46,97%	-19,41%	-37,32%	-18,22%	1011,38%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	32,40%	10,74%	1,58%	-7,51%	-1008,61%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-14,56%	-8,67%	-35,74%	-25,73%	2,77%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	7,94%	11,49%	12,09%	10,68%	5,11%	8,94%
		fiscaltà apparente	n.c.	100,27%	64,00%	102,40%	-285,05%	195,83%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	n.c.	0,49%	7,08%	-0,19%	16,95%	-12,95%
		crescita sostenibile finanziariamente	n.c.	6,40%	-61,51%	-135,42%	-125,24%	-66,11%
		ROC	1,73%	6,27%	8,40%	5,73%	0,12%	5,25%
	ROS	1,61%	5,69%	6,42%	5,06%	0,15%	3,83%	
	Rotazione CIN	1,07	1,10	1,31	1,13	0,79	1,37	
	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	CIN	ROS	
	Margine di sicurezza	MDC/F	50,72%	51,93%	52,66%	52,39%	49,10%	50,68%
		Costi fissi	37.887	38.586	37.780	34.704	25.668	24.006
Punto di pareggio (BEP)		74.693	74.304	71.745	66.247	52.275	47.367	
MDS	3,18%	10,95%	12,19%	9,66%	0,30%	7,55%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	93,46%	90,68%	76,46%	88,37%	126,84%	72,91%
		Intensità di CCNC	-2,02%	-0,52%	-2,72%	-0,07%	4,28%	4,39%
		Intensità di CIMM	95,48%	91,20%	79,18%	88,43%	122,57%	68,52%
	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	-2,12%	-0,57%	-3,44%	-0,08%	3,49%	6,41%	
	Leve di rischiosità	GLO	31,43	9,13	8,20	10,35	334,35	13,24
		GLP	2,03	1,98	1,96	1,97	2,10	2,03
		GLF	n.c.	2,33	1,94	2,13	n.c.	1,99
		GLC	n.c.	21,27	15,91	22,04	n.c.	26,39
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	15,10	15,71	13,95	15,74	22,84	13,41
		Duration implicite degli attivi	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Costo medio contabile del debito		3,79%	6,07%	5,74%	4,13%	2,43%	3,63%	
Duration implicite dei passivi		12,51	8,38	8,68	11,62	40,68	10,75	
Duration gap attivo/passivo	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	0,87	0,65	0,71	0,80	1,48	0,84		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,97	1,73	1,49	1,85	4,39	1,83		

Tabella A. 25 - Settore informatico e delle attività connesse (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	83.969	83.020	80.257	71.732	58.231	50.953
		Passività Correnti presunte	54.299	44.894	48.402	34.331	37.023	41.710
		CCNC	29.670	38.126	31.855	37.401	21.208	9.243
		CIMM	32.642	30.801	23.256	21.329	20.847	17.303
		CIN	62.312	68.927	55.111	58.730	42.055	26.546
		LIQG	13.717	13.224	11.187	11.802	9.012	8.728
	CIAA	4.561	4.770	4.878	4.468	5.654	7.312	
	CIT	80.590	86.921	71.176	75.000	56.721	42.586	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	33.035	29.928	25.749	24.443	22.478	20.461
		PF-TL	47.555	56.993	45.427	50.557	34.243	22.125
		PF-TN	33.838	43.769	34.240	38.755	25.231	13.397
		Indebitamento totale	1,44	1,90	1,76	2,07	1,52	1,08
		Indebitamento industriale	3,22	4,78	4,69	6,19	4,38	5,00
		Assorbimento corrente del capitale di debito	62,39%	66,90%	70,12%	73,98%	61,93%	41,78%
		Irrispettosità finanziaria	38,44%	31,57%	35,36%	32,18%	42,83%	72,50%
		Copertura finanziaria degli investimenti fissi	-0,83%	1,53%	-5,49%	-6,16%	-4,76%	-14,27%
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-78,68%	-44,33%	-32,71%	-9,15%	96,00%	n.d.
		FMG Corrente	178,68%	55,67%	132,71%	0,85%	4,00%	n.d.
		FMG Investimenti	-73,51%	-75,73%	-36,64%	-30,33%	-61,37%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-56,38%	-38,28%	-25,19%	-26,49%	-35,47%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-17,13%	-37,45%	-11,45%	-3,83%	-25,90%	n.d.
		FMG Operativa	105,17%	-20,06%	96,07%	-29,47%	-57,37%	n.d.
		FMG Tributaria	-37,55%	-35,52%	-40,02%	-42,55%	-41,10%	n.d.
		Fabbisogno operativo	67,62%	-55,59%	56,05%	-72,03%	-98,47%	n.d.
FMG accessorie e straordinarie		6,83%	-0,99%	-3,56%	9,43%	10,39%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		74,45%	-56,58%	52,49%	-62,60%	-88,08%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-99,22%	64,14%	-29,72%	80,63%	93,63%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-6,81%	-3,22%	-3,10%	-2,17%	-1,32%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-92,40%	67,36%	-26,63%	82,81%	94,95%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	24,77%	-7,56%	-22,77%	-18,03%	-5,55%	n.d.		
Remunerazioni	18,29%	-10,66%	-23,84%	-21,49%	3,73%	n.d.		
Varianti in conto capitale	6,48%	3,10%	1,07%	3,46%	-9,28%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	178,68%	55,67%	132,71%	0,85%	4,00%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	6,83%	-0,99%	-3,56%	9,43%	10,39%	n.d.	
	Totale disponibile	185,51%	54,68%	129,15%	10,28%	14,39%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-56,38%	-38,28%	-25,19%	-26,49%	-35,47%	n.d.	
	Imposte	-37,55%	-35,52%	-40,02%	-42,55%	-41,10%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-6,81%	-3,22%	-3,10%	-2,17%	-1,32%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	18,29%	-10,66%	-23,84%	-21,49%	3,73%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	103,06%	-33,01%	37,00%	-82,43%	-59,77%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	6,48%	3,10%	1,07%	3,46%	-9,28%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-92,40%	67,36%	-26,63%	82,81%	94,95%	n.d.		
Totale disponibile	-85,93%	70,46%	-25,56%	86,27%	85,67%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-17,13%	-37,45%	-11,45%	-3,83%	-25,90%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-103,06%	33,01%	-37,00%	82,43%	59,77%	n.d.		
Redditività	Crescita sostenibile	MOL/F	6,14%	7,70%	9,55%	10,44%	9,51%	8,69%
		fiscalità apparente	90,05%	62,60%	56,71%	57,90%	68,16%	101,75%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-16,34%	-17,88%	-13,81%	-19,52%	-13,15%	-7,83%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	7,52%	12,67%	23,02%	20,44%	19,12%	21,65%
		ROS	2,68%	4,75%	7,15%	7,68%	6,14%	4,77%
		Rotazione CIN	2,81	2,66	3,22	2,66	3,12	4,54
	Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	CIN	ROS	ROS	CIN
		MDC/F	47,69%	45,92%	43,91%	45,74%	48,08%	46,14%
		Costi fissi	78.801	75.609	65.248	59.522	54.974	49.810
		Punto di pareggio (BEP)	165.230	164.651	148.590	130.119	114.335	107.952
MDS	5,62%	10,35%	16,28%	16,78%	12,76%	10,34%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	35,59%	37,53%	31,05%	37,56%	32,09%	22,05%
		Intensità di CCNC	16,95%	20,76%	17,95%	23,92%	16,18%	7,68%
		Intensità di CIMM	18,65%	16,77%	13,10%	13,64%	15,91%	14,37%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	90,90%	123,78%	136,98%	175,35%	101,73%	53,42%
	Leve di rischiosità	GLO	17,81	9,66	6,14	5,96	7,84	9,67
		GLP	2,16	2,25	2,35	2,26	2,15	2,24
		GIF	1,28	1,15	1,09	1,08	1,10	1,21
		GLC	22,75	11,09	6,71	6,44	8,62	11,69
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	5,39	5,69	5,44	4,93	4,72	3,66
		Duration implicita degli attivi	5,81	3,67	2,37	2,24	2,90	2,85
Costo medio contabile del debito		2,14%	1,98%	2,34%	1,77%	2,14%	4,49%	
Duration implicita dei passivi		6,61	5,95	4,25	4,86	4,34	3,48	
Duration gap attivo/passivo		-0,80	-2,27	-1,87	-2,62	-1,44	-0,62	
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito		1,21	1,04	0,79	0,99	0,92	0,95	
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	2,02	1,57	1,18	1,40	1,33	1,23		

Tabella A. 26 - Settore delle attività immobiliari (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	762.970	750.501	694.506	593.345	505.805	408.299
		Passività Correnti presunte	162.113	129.336	162.856	66.229	56.283	52.825
		CCNC	600.857	621.165	531.650	527.116	449.522	355.474
		CIMM	1.028.026	996.281	729.943	651.162	570.338	570.155
		CIN	1.628.883	1.617.446	1.261.593	1.178.278	1.019.860	925.629
	Fonti di risorse finanziarie	LIQG	32.655	18.474	26.531	22.155	19.124	18.557
		CIAA	14.808	16.413	17.541	15.193	27.307	17.364
		CIT	1.676.346	1.652.333	1.305.665	1.215.626	1.066.291	961.550
		Mezzi propri	681.435	640.768	425.702	376.283	371.432	335.818
		PF-TL	994.911	1.011.565	879.963	839.343	694.859	625.732
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	PF-TN	962.256	993.091	853.432	817.188	675.735	607.175
		Indebitamento totale	1,46	1,58	2,07	2,23	1,87	1,86
		Indebitamento industriale	1,57	1,67	2,31	2,48	2,14	2,09
		Assorbimento corrente del capitale di debito	60,39%	61,41%	60,42%	62,80%	64,69%	56,81%
		Irrispettosità finanziaria	4,77%	3,45%	5,01%	4,45%	6,68%	5,74%
Equilibri finanziari rispetto al MOL	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	34,84%	35,14%	34,57%	32,75%	28,63%	37,45%	
	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.	
	Variazione CCNC	-31,18%	-11,75%	-5,97%	-124,46%	-156,42%	n.d.	
	FMG Corrente	131,18%	-11,75%	94,03%	-24,46%	-56,42%	n.d.	
	FMG Investimenti	-115,60%	-124,33%	-122,97%	-157,03%	-22,02%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-45,21%	-27,59%	-28,46%	-31,90%	-35,95%	n.d.	
	Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	-70,39%	-96,75%	-94,50%	-125,13%	-13,92%	n.d.	
	FMG Operativa	15,58%	-136,09%	-28,94%	-181,49%	-78,45%	n.d.	
	FMG Tributaria	-15,03%	-14,79%	-18,74%	-20,50%	-18,79%	n.d.	
	Fabbisogno operativo	0,55%	-150,87%	-47,68%	-201,99%	-97,24%	n.d.	
	<i>FMG accessorie e straordinarie</i>	<i>-2,12%</i>	<i>-0,72%</i>	<i>-2,54%</i>	<i>17,63%</i>	<i>-3,20%</i>	<i>n.d.</i>	
	Fabbisogno aziendale	-1,58%	-151,60%	-50,23%	-184,36%	-100,44%	n.d.	
	Coperture attivate							
	FMG Finanza del debito	-86,60%	129,43%	7,14%	194,36%	87,85%	n.d.	
	Remunerazioni a finanziatori	-39,26%	-44,92%	-40,58%	-32,53%	-26,18%	n.d.	
Varianti in conto capitale	-47,34%	174,35%	47,73%	226,89%	114,03%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	88,18%	22,16%	43,08%	-10,00%	12,59%	n.d.		
Remunerazioni	114,34%	-78,17%	32,67%	-17,07%	113,36%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-26,16%	100,33%	10,41%	7,07%	-100,77%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	131,18%	-11,75%	94,03%	-24,46%	-56,42%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	-2,12%	-0,72%	-2,54%	17,63%	-3,20%	n.d.		
Totale disponibile	129,06%	-12,48%	91,49%	-6,83%	-59,62%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-45,21%	-27,59%	-28,46%	-31,90%	-35,95%	n.d.		
Imposte	-15,03%	-14,79%	-18,74%	-20,50%	-18,79%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-39,26%	-44,92%	-40,58%	-32,53%	-26,18%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	114,34%	-78,17%	32,67%	-17,07%	113,36%	n.d.		
SALDO VERTICALE	143,89%	-177,94%	36,37%	-108,83%	-27,18%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	-26,16%	100,33%	10,41%	7,07%	-100,77%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-47,34%	174,35%	47,73%	226,89%	114,03%	n.d.		
Totale disponibile	-73,50%	274,69%	58,14%	233,96%	13,26%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-70,39%	-96,75%	-94,50%	-125,13%	13,92%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-143,89%	177,94%	-36,37%	108,83%	27,18%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	29,27%	28,42%	24,41%	25,31%	28,18%	28,07%
		fiscalità apparente	137,38%	56,97%	58,89%	57,87%	35,68%	53,51%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-280,96%	-208,15%	-160,85%	-203,35%	-192,58%	-168,95%
		ROC	2,19%	3,59%	4,31%	3,60%	3,78%	3,47%
		ROS	16,04%	20,58%	17,46%	17,24%	18,05%	16,43%
I rischi aziendali	Margine di sicurezza	Rotazione CIN	0,14	0,17	0,25	0,21	0,21	0,21
		Fattore di massima contribuzione	CIN	ROS	ROS	CIN	ROS	ROS
	Leve di rischiosità	MDC/F	45,69%	42,22%	37,95%	40,19%	45,78%	46,13%
		Costi fissi	65,996	60,988	63,743	56,525	59,157	58,015
		Punto di pareggio (BEP)	144,429	144,464	167,963	140,649	129,215	125,752
Duration implicite	MDS	35,09%	48,75%	46,01%	42,89%	39,43%	35,62%	
	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	732,01%	573,85%	405,51%	478,40%	478,06%	473,92%
	Intensità di CCNC	270,02%	220,38%	170,89%	214,02%	210,71%	182,00%	
	Intensità di CIMM	461,99%	353,47%	234,63%	264,38%	267,34%	291,92%	
I rischi aziendali	Leve di rischiosità	Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	58,45%	62,35%	72,83%	80,95%	78,82%	62,35%
		GLO	2,85	2,05	2,17	2,33	2,54	2,81
		GLP	2,26	2,45	2,73	2,58	2,26	2,24
		GLF	4,90	3,98	2,97	2,34	1,93	2,02
	Duration implicite	GLC	13,97	8,17	6,45	5,45	4,90	5,67
		Vita residua presunta dei cespiti	34,91	45,08	33,77	32,74	26,39	25,08
		Duration implicita degli attivi	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	59,39	n.c.
		Costo medio contabile del debito	2,85%	4,29%	4,09%	2,90%	2,67%	2,59%
		Duration implicita dei passivi	32,69	32,78	30,68	30,54	23,43	22,75
		Duration gap attivo/passivo	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	35,96	n.c.
Multiplificatore per il ri-allineamento del debito	Multiplificatore per il ri-allineamento del debito	0,96	0,88	0,95	0,96	0,92	0,93	
	Multiplificatore per il ri-allineamento degli attivi	3,12	2,20	2,16	2,43	2,12	2,11	

Tabella A. 27 - Settore delle attività professionali (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	1.661.984	1.778.905	1.614.028	1.522.814	1.419.500	1.534.429
		Passività Correnti presunte	764.131	792.141	558.865	500.479	450.522	451.444
		CCNC	897.853	986.764	1.055.163	1.022.335	968.978	1.082.985
		CIMM	1.700.049	1.728.947	1.484.045	1.324.787	1.188.911	1.252.913
		CIN	2.597.902	2.715.711	2.539.208	2.347.122	2.157.889	2.335.898
		UQG	168.430	207.711	182.847	215.939	238.584	291.557
	CIAA	210.133	214.932	268.111	297.102	330.297	228.365	
	CIT	2.976.465	3.138.354	2.990.166	2.860.163	2.726.770	2.855.820	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	1.698.116	1.649.984	1.565.163	1.474.198	1.401.872	1.357.800
		PF-TL	1.278.349	1.488.370	1.425.003	1.385.965	1.324.898	1.498.020
		PF-TN	1.109.919	1.280.659	1.242.156	1.170.026	1.086.314	1.206.463
		Indebitamento totale	0,75	0,90	0,91	0,94	0,95	1,10
		Indebitamento industriale	0,97	1,21	1,28	1,44	1,59	1,79
		Assorbimento corrente del capitale di debito	70,24%	66,30%	74,05%	73,76%	73,14%	72,29%
		Irrispettosità finanziaria	29,61%	28,40%	31,65%	37,02%	42,94%	34,71%
		Copertura finanziaria degli investimenti fissi	0,15%	5,31%	-5,69%	-10,78%	-16,07%	-7,00%
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-22,69%	-15,83%	7,67%	-15,34%	-29,74%	n.d.
		FMG Corrente	122,69%	115,83%	92,33%	84,66%	129,74%	n.d.
		FMG Investimenti	-29,26%	-75,09%	-71,56%	-67,63%	-38,48%	n.d.
		Investimenti di rimpiazzo (presunti)	-36,55%	-31,50%	-29,35%	-34,73%	-49,61%	n.d.
		Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)	7,30%	-43,59%	-42,22%	-32,90%	11,13%	n.d.
		FMG Operativa	93,43%	40,74%	20,77%	17,03%	92,26%	n.d.
		FMG Tributaria	-21,39%	-16,31%	-17,09%	-14,65%	-9,18%	n.d.
		Fabbisogno operativo	72,05%	24,43%	3,68%	2,38%	82,07%	n.d.
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		<i>1,47%</i>	<i>20,82%</i>	<i>5,97%</i>	<i>8,93%</i>	<i>-28,58%</i>	<i>n.d.</i>	
Fabbisogno aziendale		73,51%	45,25%	9,65%	11,30%	53,49%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito		-51,77%	-3,34%	3,62%	15,37%	-38,40%	n.d.	
Remunerazioni a finanziatori	-8,21%	-12,25%	-13,23%	-8,70%	-7,06%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-43,57%	8,91%	16,85%	24,07%	-31,34%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	-21,74%	-41,91%	-13,27%	-26,68%	-15,09%	n.d.		
Remunerazioni	-22,06%	-42,14%	-13,47%	-30,73%	-15,22%	n.d.		
Varianti in conto capitale	0,32%	0,22%	0,20%	4,05%	0,13%	n.d.		
Equilibri finanziari rispetto al MOL	EQUILIBRIO VERTICALE							
	FMG Corrente	122,69%	115,83%	92,33%	84,66%	129,74%	n.d.	
	FMG accessorie e straordinarie	1,47%	20,82%	5,97%	8,93%	-28,58%	n.d.	
	Totale disponibile	124,15%	136,65%	98,30%	93,58%	101,16%	n.d.	
	Investimenti di rimpiazzo	-36,55%	-31,50%	-29,35%	-34,73%	-49,61%	n.d.	
	Imposte	-21,39%	-16,31%	-17,09%	-14,65%	-9,18%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di debito	-8,21%	-12,25%	-13,23%	-8,70%	-7,06%	n.d.	
	Remunerazioni al capitale di rischio	-22,06%	-42,14%	-13,47%	-30,73%	-15,22%	n.d.	
	SALDO VERTICALE	35,94%	34,46%	25,17%	4,78%	20,09%	n.d.	
	EQUILIBRIO ORIZZONTALE							
Apporti di nuovo capitale di rischio	0,32%	0,22%	0,20%	4,05%	0,13%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-43,57%	8,91%	16,85%	24,07%	-31,34%	n.d.		
Totale disponibile	-43,24%	9,13%	17,05%	28,12%	-31,22%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	7,30%	-43,59%	-42,22%	-32,90%	11,13%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-35,94%	-34,46%	-25,17%	-4,78%	-20,09%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	13,74%	13,93%	14,30%	12,71%	15,16%	16,75%
		fiscalità apparente	39,26%	25,11%	29,48%	25,77%	21,90%	30,14%
		Squilibrio immediato indotto dalla crescita crescita sostenibile finanziariamente	-23,13%	-21,39%	-25,16%	-27,92%	-26,48%	-33,69%
	Determinanti della redditività operativa	ROC	9,57%	10,90%	11,91%	9,67%	8,95%	9,04%
		ROS	8,72%	9,54%	10,10%	8,29%	7,64%	8,85%
		Rotazione CIN	1,10	1,14	1,18	1,17	1,17	1,02
Margine di sicurezza	Fattore di massima contribuzione	CIN	CIN	ROS	ROS	CIN	CIN	
	MDC/F	29,36%	34,44%	28,62%	30,47%	34,92%	36,48%	
	Costi fissi	588.746	771.853	554.557	607.073	689.852	659.290	
Punto di pareggio (BEP)	2.005.312	2.241.456	1.937.500	1.992.182	1.975.462	1.807.465		
MDS	29,69%	27,71%	35,29%	27,22%	21,88%	24,25%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	91,08%	87,58%	84,80%	85,75%	85,34%	97,89%
		Intensità di CCNC	31,48%	31,82%	35,24%	37,35%	38,32%	45,39%
		Intensità di CIMM	59,60%	55,76%	49,56%	48,40%	47,02%	52,51%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	52,81%	57,07%	71,10%	77,17%	81,50%	86,44%
	Leve di rischiosità	GLO	3,37	3,61	2,83	3,67	4,57	4,12
		GLP	3,56	3,02	3,66	3,43	2,98	2,85
		GLF	1,26	1,54	1,25	1,51	1,23	1,41
		GLC	4,24	5,57	3,55	5,54	5,64	5,83
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	11,87	12,70	11,81	10,97	6,25	6,65
		Duration implicita degli attivi	9,67	7,92	7,30	8,26	5,99	6,03
		Costo medio contabile del debito	3,99%	7,00%	4,29%	5,51%	2,76%	4,13%
		Duration implicita dei passivi	5,06	5,98	5,71	7,40	5,64	6,49
		Duration gap attivo/passivo	4,61	1,94	1,60	0,86	0,35	-0,46
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	0,48	0,58	0,54	0,74	0,91	0,98		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	1,36	1,17	1,25	1,47	1,76	1,73		

Tabella A. 28 - Settore delle attività ricreative, culturali e sportive (valori in migliaia di euro)

		2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Analisi finanziaria	Impieghi di risorse finanziarie	CCLC	37.930	45.426	56.138	43.796	40.968	37.715
		Passività Correnti presunte	13.949	13.475	10.074	9.745	16.921	18.249
		CCNC	23.981	31.951	46.064	34.051	24.047	19.466
		CIMM	62.108	59.567	58.926	58.548	59.319	67.511
		CIN	86.089	91.518	104.990	92.599	83.366	86.977
		LIQG	3.865	5.546	5.899	4.406	4.799	3.947
	CIAA	1.144	1.353	1.401	2.702	2.912	2.798	
	CIT	91.098	98.417	112.290	99.707	91.077	93.722	
	Fonti di risorse finanziarie	Mezzi propri	34.617	33.232	35.893	36.001	38.604	36.125
		PF-TL	56.481	65.185	76.397	63.706	52.473	57.597
		PF-TN	52.616	59.639	70.498	59.300	47.674	53.650
		Indebitamento totale	1,63	1,96	2,13	1,77	1,36	1,59
		Indebitamento industriale	1,91	2,48	2,67	2,20	1,70	1,96
		Assorbimento corrente del capitale di debito	42,46%	49,02%	60,30%	53,45%	45,83%	33,80%
	Irrispettosità finanziaria	8,87%	10,58%	9,56%	11,16%	14,70%	11,71%	
	Copertura finanziaria degli investimenti fissi	48,67%	40,40%	30,15%	35,39%	39,48%	54,49%	
	Dinamica finanziaria rispetto al MOL	MOL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	n.d.
		Variazione CCNC	-122,27%	-246,74%	-189,33%	-240,02%	-309,34%	n.d.
		FMG Corrente	222,27%	346,74%	-89,33%	-140,02%	-209,34%	n.d.
		FMG Investimenti	-151,58%	-131,64%	-112,58%	-141,15%	119,85%	n.d.
Investimenti di rimpiazzo (presunti)		-105,54%	-122,97%	-105,83%	-157,75%	-424,17%	n.d.	
Investimenti di espansione e sviluppo (presunti)		-46,04%	-8,67%	-6,75%	16,60%	544,02%	n.d.	
FMG Operativa		70,69%	215,10%	-201,91%	-281,16%	-89,49%	n.d.	
FMG Tributaria		-25,48%	-37,92%	-38,77%	-47,26%	-136,73%	n.d.	
Fabbisogno operativo		45,21%	177,18%	-240,68%	-328,43%	-226,22%	n.d.	
<i>FMG accessorie e straordinarie</i>		5,80%	-17,33%	15,41%	6,50%	-16,54%	n.d.	
Fabbisogno aziendale		51,01%	159,85%	-225,26%	-321,93%	-242,76%	n.d.	
Coperture attivate								
FMG Finanza del debito	-134,36%	-222,56%	151,55%	249,20%	-494,98%	n.d.		
Remunerazioni a finanziatori	-26,62%	-32,71%	-24,93%	-29,73%	-91,49%	n.d.		
Varianti in conto capitale	-107,74%	-189,85%	176,49%	278,93%	-403,49%	n.d.		
FMG Finanza dell'equity	83,35%	62,71%	73,71%	72,72%	737,74%	n.d.		
Remunerazioni	75,59%	91,98%	89,69%	203,14%	828,09%	n.d.		
Varianti in conto capitale	7,76%	-29,27%	-15,98%	-130,42%	-90,34%	n.d.		
EQUILIBRIO VERTICALE								
FMG Corrente	222,27%	346,74%	-89,33%	-140,02%	-209,34%	n.d.		
FMG accessorie e straordinarie	5,80%	-17,33%	15,41%	6,50%	-16,54%	n.d.		
Totale disponibile	228,07%	329,42%	-73,92%	-133,51%	-225,88%	n.d.		
Investimenti di rimpiazzo	-105,54%	-122,97%	-105,83%	-157,75%	-424,17%	n.d.		
Imposte	-25,48%	-37,92%	-38,77%	-47,26%	-136,73%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di debito	-26,62%	-32,71%	-24,93%	-29,73%	-91,49%	n.d.		
Remunerazioni al capitale di rischio	75,59%	91,98%	89,69%	203,14%	828,09%	n.d.		
SALDO VERTICALE	146,02%	227,79%	-153,76%	-165,11%	-50,19%	n.d.		
EQUILIBRIO ORIZZONTALE								
Apporti di nuovo capitale di rischio	7,76%	-29,27%	-15,98%	-130,42%	-90,34%	n.d.		
Apporti di nuovo capitale di debito	-107,74%	-189,85%	176,49%	278,93%	-403,49%	n.d.		
Totale disponibile	-99,98%	-219,12%	160,50%	148,51%	-493,83%	n.d.		
Investimenti di espansione e sviluppo	-46,04%	-8,67%	-6,75%	16,60%	544,02%	n.d.		
SALDO ORIZZONTALE	-146,02%	-227,79%	153,76%	165,11%	50,19%	n.d.		
Reddittività	Crescita sostenibile	MOL/F	4,39%	3,62%	4,18%	4,48%	1,70%	3,48%
		fiscalità apparente	-86,20%	-51,35%	-108,18%	-54,95%	-32,20%	-24,67%
	Determinanti della redditività operativa	Squilibrio immediato indotto dalla crescita	-7,99%	-14,74%	-21,67%	-29,63%	-25,30%	-21,10%
		crescita sostenibile finanziariamente	102,46%	37,17%	40,20%	23,41%	8,86%	20,59%
		ROC	-0,42%	-1,44%	-0,35%	-2,60%	-5,76%	-3,40%
		ROS	-0,24%	-0,83%	-0,24%	-2,59%	-5,50%	-3,86%
Margine di sicurezza	Rotazione CIN	1,72	1,73	1,44	1,01	1,05	0,88	
	Fattore di massima contribuzione	CIN	ROS	CIN	CIN	ROS	CIN	
	MDC/F	23,39%	25,07%	29,65%	39,46%	33,30%	35,28%	
	Costi fissi	35,052	40,942	45,337	39,145	33,877	29,949	
Punto di pareggio (BEP)	149,879	163,283	152,887	99,214	101,736	84,889		
MDS	-1,04%	-3,32%	-0,82%	-6,55%	-16,51%	-10,95%		
I rischi aziendali	Intensità d'uso del capitale	Intensità di CIN	58,04%	57,91%	69,24%	99,45%	95,47%	113,68%
		Intensità di CCNC	16,17%	20,22%	30,38%	36,57%	27,54%	25,44%
		Intensità di CIMM	41,87%	37,69%	38,86%	62,88%	67,93%	88,23%
		Intensità relativa di CCNCvs.CIMM	38,61%	53,64%	78,17%	58,16%	40,54%	28,83%
	Leve di rischiosità	GLO	-96,10	-30,16	-121,53	-15,26	-6,06	-9,14
		GLP	4,51	4,20	3,53	2,63	3,13	2,95
		GLF	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
		GLC	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
	Duration implicite	Vita residua presunta dei cespiti	9,03	8,47	8,78	8,90	9,44	12,01
		Duration implicite degli attivi	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
		Costo medio contabile del debito	3,50%	2,96%	2,37%	2,23%	2,91%	2,76%
		Duration implicite dei passivi	15,75	21,45	23,68	32,20	n.c.	80,97
Duration gap attivo/passivo	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.		
Moltiplicatore per il ri-allineamento del debito	1,57	2,13	2,29	2,85	6,49	3,19		
Moltiplicatore per il ri-allineamento degli attivi	3,38	4,01	4,37	5,77	13,53	6,71		

GLORIA GARDENAL è Ph.D. in Economia Aziendale e dal 2009 è Professore a contratto di Finanza Aziendale e di Politiche Finanziarie Aziendali presso l'Università Ca' Foscari di Venezia. E' autrice di pubblicazioni in campo di Finanza d'Azienda e delegata del CEG per l'area Finanza.

