



Unioncamere
Veneto

Osservatorio Veneto Bilanci Aziendali



**Le società di capitale del Veneto alla
prova della crisi: un'analisi dei bilanci
aziendali 2007-2011**

RENDICONTI/1
Gennaio 2013

a cura di
Unioncamere del Veneto
Area Studi e Ricerche

1. Perché un Osservatorio

Dall'ottobre 2009 il **Centro Studi di Unioncamere Veneto realizza un Osservatorio sui bilanci aziendali al fine di monitorare le performance e le problematiche economico-finanziarie delle imprese venete** (per ora solo le società di capitali). L'analisi dei bilanci permette infatti di integrare le informazioni di contesto già disponibili, tratte dalle consuete fonti statistiche ufficiali, ottenendo un quadro sintetico per dimensioni d'impresa, per settori di attività economica e per territorio di appartenenza (regionale, provinciale e comunale).

Dopo aver realizzato due rapporti di ricerca (Quaderni di ricerca n.12/2009 "*Il Veneto letto attraverso i bilanci delle imprese*" e n.14/2011 "*I bilanci delle società di capitali del Veneto*"), **l'Osservatorio intende potenziare l'attività di monitoraggio attraverso la realizzazione e la diffusione di report periodici** (questo è il primo numero) **e di indicatori statistici**, che saranno disponibili a breve, sotto forma di schede, nella [sezione dedicata all'Osservatorio](#) all'interno del sito web www.unioncamereveneto.it.

Questo primo report è dedicato all'**analisi dei bilanci d'esercizio 2007-2011 depositati dalle società di capitali con sede legale in Veneto** e disponibili attraverso la banca dati *In.balance* di Infocamere. Tale banca dati aggrega tutti i bilanci delle società di capitali in bilanci-somma, suddivisi per gruppi dimensionali, settoriali e territoriali. Dal campo di osservazione sono escluse le società di persone e le imprese individuali, in quanto non soggette ai medesimi obblighi di bilancio delle società di capitali, sulle quali esiste tuttora una notevole carenza di informazioni (colmabile solo con indagini campionarie).

Sotto il profilo operativo, inoltre, **dall'analisi sono stati esclusi tre settori economici a causa della specificità della loro attività**, che richiederebbe indagini mirate: **il settore finanziario e assicurativo, l'amministrazione pubblica** (ivi compresa l'assicurazione sociale obbligatoria e la difesa), **l'attività di famiglie e convivenze** (come datori di lavoro per personale domestico e per la produzione di beni e servizi per uso proprio).

In questa nuova fase dell'Osservatorio l'attenzione verterà sui principali indicatori di bilancio, spiegandone i contenuti e commentandone i risultati alla luce sia del contesto regionale che del confronto con la situazione nazionale. Successivamente l'obiettivo sarà quello di ampliare il confronto anche ad altre regioni ed a svolgere particolari approfondimenti di analisi.

Inoltre, saranno possibili collegamenti ed integrazioni con altre fonti statistiche al fine di individuare i fattori di sviluppo e le possibili minacce per il sistema economico regionale. Si ritiene, infatti, che soltanto una politica economica (anche locale) mirata a stimolare le potenzialità dei territori consentirà l'uscita dalla crisi e l'avvio di un nuovo processo di crescita.

2. Struttura e situazione finanziaria ed economica delle società nel 2011

I dati disponibili per il 2011 non sono ancora universali, ma sono ormai indicativi del complessivo andamento delle società di capitali in quell'anno. Infatti, si riferiscono per il Veneto a circa 73.500 società (circa il 90% del totale) e per l'Italia a 730.200 (circa 80% del totale). I dati si riferiscono ad un insieme di società di capitali che esclude i tre settori prima menzionati.

Nelle tabelle seguenti vengono elaborati i più significativi **indici di bilancio** per il 2011, mettendoli a confronto con l'anno precedente all'avvio dell'attuale crisi finanziaria ed economica, il 2007.

Iniziando dalla **struttura finanziaria**, si può osservare che le attività del sistema produttivo veneto sono lievemente meno immobilizzate del sistema nazionale, ma un po' più capitalizzate e quindi ne deriva una **solidità patrimoniale** maggiore. Le imprese nel loro insieme hanno mantenuto un patrimonio netto adeguato alle dimensioni del capitale investito (32%, un livello ritenuto sostanzialmente congruo per la prosecuzione dell'attività in condizioni di sufficiente garanzia patrimoniale).

La situazione patrimoniale consente di valutare positivamente la solvibilità sia di breve (attività correnti/passività correnti) che di medio-lungo termine (patrimonio netto + passività consolidate/attività immobilizzate). Per quanto riguarda la posizione a breve termine, il rapporto del 117% rilevato per il Veneto, sebbene migliore a quello dell'intero Paese, appare indicativo di una situazione sostanzialmente accettabile ma da monitorare, poiché, com'è noto, tra le attività correnti vengono conteggiate anche le scorte la cui realizzabilità va prudentemente messa in discussione.

Passando alla **struttura economica**, si può notare che, sebbene i margini di produzione siano intorno agli stessi livelli nazionali, il risultato lordo (prima delle imposte) e quello netto, sempre rispetto al valore aggiunto prodotto, hanno presentato per il Veneto valori superiori

alla media italiana. Ciò significa che sia l'effetto degli oneri finanziari che quello degli oneri tributari sono stati meno negativi nella nostra regione.

Tabella1 – Italia e Veneto. Principali indici del bilancio aggregato delle società di capitali (*) (val. %). Anni 2007 e 2011

Indici	2011		2007	
	Veneto	Italia	Veneto	Italia
Struttura finanziaria - patrimoniale				
Attività immobilizzate/Capitale investito	43,1%	45,2%	39,3%	52,2%
Attività correnti/Capitale investito	56,9%	54,8%	60,6%	47,8%
Patrimonio netto/Capitale acquisito	32,0%	30,8%	28,4%	35,0%
Passività consolidate/Capitale acquisito	19,0%	20,9%	19,1%	19,1%
Passività correnti/Capitale acquisito	48,6%	48,1%	52,5%	45,8%
Situazione finanziaria - patrimoniale				
Attività correnti/Passività correnti	117,3%	114,1%	115,4%	104,3%
(Patrimonio netto + Passività consolidate)/Attività immobilizzate	118,5%	114,4%	120,6%	103,8%
Struttura economica				
Valore aggiunto/Valore produzione	20,3%	19,7%	19,8%	20,2%
MOL/Valore aggiunto	35,1%	35,7%	40,5%	42,4%
MON/Valore aggiunto	17,6%	16,1%	25,1%	22,7%
Risultato ante-imposte/Valore aggiunto	14,6%	10,5%	21,5%	22,8%
Risultato netto/Valore aggiunto	6,2%	2,4%	10,7%	12,3%
Risultato netto/Risultato ante imposte	42,2%	22,6%	49,8%	54,1%
ROS = MON/Ricavi Vendita	3,7%	3,3%	5,2%	4,9%
Situazione economica				
ROA = (MON + Proventi finanziari)/Capitale investito	3,7%	3,2%	6,0%	4,6%
ROE = Risultato netto/Patrimonio netto	3,2%	1,2%	7,5%	5,1%
Rotazione Capitale Investito = Ricavi Vendita/Capitale investito	76,8%	75,0%	89,3%	64,4%
Rotazione Capitale Circolante = Ricavi Vendita/Capitale circolante lordo	134,9%	136,7%	147,3%	134,7%
Produttività del Lavoro =				
a) Valore aggiunto/Costo del personale	154,1%	155,4%	168,0%	173,7%
Produttività del capitale =				
a) Valore aggiunto/Capitale investito	16,2%	15,5%	18,6%	13,8%
b) (Valore aggiunto - Oneri finanziari)/Patrimonio netto	47,0%	46,4%	58,8%	34,6%

Fonte: elaborazione Unioncamere del Veneto su dati Infocamere (In.balanced)

(*) Sono esclusi i settori K, O e T secondo la classificazione ATECO 2007.

Anche la stessa situazione economica conferma questi risultati, perché la **redditività del capitale investito (ROA)** si è presentata lievemente superiore nel Veneto (3,7% contro 3,2%) e la **redditività del capitale netto (ROE)** è stata quasi tripla (3,2% contro 1,2%). Gli altri indicatori di situazione economica risultano sostanzialmente uniformi nel confronto tra la nostra regione ed il totale italiano.

3. Alcuni approfondimenti

In primo luogo occorre chiarire se effettivamente sussiste la *solvibilità di breve periodo* per il sistema locale delle società di capitali. Si è prima rilevato che le attività correnti hanno un elemento di instabilità: le scorte, il cui grado di liquidabilità è comunque opinabile. Il *Test Acido* sgombra il campo da ogni dubbio, perché non le considera: in pratica è la medesima posizione di breve termine prima evidenziata dalla quale però sono state escluse le scorte.

Tabella2 – Italia e Veneto. Solvibilità di breve periodo. Anni 2007 e 2010-2011

Indici	Veneto			Italia		
	2011	2010	2007	2011	2010	2007
Test "Acido"	0,76	0,74	0,75	0,75	0,75	0,72
Pressione del Test "Acido" sulle scorte	51,0%	56,7%	57,3%	64,4%	73,5%	86,7%

Fonte: elaborazioni su dati In.balance e Bureau van Dijk

Il fatto che il suo valore non sia molto prossimo a 1 non è del tutto tranquillizzante, ma va subito detto che per questo indicatore non vi sono soglie critiche uniformemente accettate; si procede perciò sulla base dell'esperienza, che nel nostro Paese indica in 0,7-0,8 la soglia accettabile del test. Le società di capitali del Veneto, perciò, rispettano detta soglia, tanto ora nel bel mezzo della crisi quanto al suo insorgere (2007), e si dimostrano in linea con la media nazionale. In sintesi, nonostante tutto non possono essere viste come particolarmente critiche (ovviamente in media).

È comunque vero che il test non raggiunge l'unità, e ciò indica che per la solvibilità di breve termine la liquidabilità del magazzino non è ininfluente: nel 2011 la pressione esercitata sulle scorte è quantificabile al 51%, stando ad indicare che circa metà andrebbero liquidate entro un anno. In questo aspetto il sistema veneto appare sensibilmente più tranquillizzante rispetto alla media nazionale.

Un secondo tema da esplorare riguarda l'attitudine delle imprese a fronteggiare i rischi e la competizione di mercato, in pratica il loro **grado di concorrenzialità**. Come si vedrà, i dati medi dimostrano una tensione tutto sommato stabile sulla competitività delle aziende venete.

Tabella3 – Italia e Veneto. Grado di Concorrenzialità. Anni 2007 e 2010-2011

Indici	Veneto			Italia		
	2011	2010	2007	2011	2010	2007
Esposizione alla Congiuntura	3,1%	3,2%	2,4%	3,6%	3,8%	2,9%
Esposizione alla Competitività	14,6%	14,8%	14,6%	15,2%	13,2%	14,5%
Margine di Sicurezza Operativo-Finanziaria	2,2%	2,2%	3,1%	1,8%	1,5%	2,2%

Fonte: elaborazioni su dati In.balance e Bureau van Dijk

Va innanzitutto considerata l'esposizione alla congiuntura. Per il Veneto questa aumenta con l'incedere della crisi: mentre nel 2007 il reddito operativo perdeva 2,4 punti percentuali per ogni 1% di quantità invendute, nel 2011 la contrazione del reddito operativo sale poco oltre il 3%; il dato nazionale supera il 3,5%. Va anche osservato come le stesse aziende siano molto sensibili alle "guerre" di prezzo messe in atto dai concorrenti: per una riduzione dell'1% del prezzo unitario, al fine di mantenere inalterato il reddito operativo è necessario un incremento delle quantità vendute dell'ordine del 14,6%; si tratta comunque di una esposizione inferiore alla media nazionale. La massima riduzione del fatturato che le aziende possono subire senza pregiudicare il pagamento dei costi produttivi e finanziari scende dal 3,1% del 2007 al 2,2% attuale. Questo margine di sicurezza è modesto ma, anche in questo caso, è migliore della media del Paese; d'altra parte è un dato estremo poiché presuppone che la contrazione delle vendite sia così veloce ed imprevista da non consentire nessuna rimodulazione dei costi.

Reattività e resistenza sono due caratteri decisivi quando le aziende sono esposte a performance economiche negative. Normalmente la rimodulazione dei costi è possibile se si può contare su una buona dotazione di costi variabili, elemento decisivo per scongiurare perdite economiche quando si contraggono le vendite.

Tabella4 – Italia e Veneto. Reattività e Resistenza. Anni 2007 e 2010-2011

Indici	Veneto			Italia		
	2011	2010	2007	2011	2010	2007
Elasticità Produttiva	11,6	11,5	12,5	10,5	9,5	10,2
Resistenza Patrimoniale	4,4	4,1	3,5	3,9	3	2,1

Fonte: elaborazioni su dati In.balance e Bureau van Dijk

Le imprese venete sono mediamente più dotate di costi variabili (11,6 € per ogni euro di costi fissi) rispetto alla media nazionale, e ciò conferisce maggiori margini di manovra quando si tratta di modificare il mix produttivo. È altresì evidente che quando la reattività non basta¹ entra in gioco la resistenza, cioè la dotazione di riserve da utilizzare per ripianare le perdite. Poiché nel 2011 il complessivo patrimonio netto è 4,4 volte il capitale sociale, le riserve sono quindi pari a 3,4 volte il medesimo capitale: da ciò si intuisce come la maggiore resistenza sott'intenda anche una maggiore attitudine all'accumulazione di capitale. Si tratta di un carattere che i finanziatori esterni non sottovalutano, poiché l'esistenza di riserve fa sì che, nel caso di perdite da azzerare, non vengano "sprecate" riserve di liquidità detenute personalmente dalla proprietà.

Resta infine da considerare un aspetto che, in buona sostanza, sintetizza tutti i precedenti: la **valutazione di mercato dell'azienda**. Su questo tema le analisi effettuate hanno seguito uno dei percorsi più classici, che consiste nel calare sul contesto veneto parametri di valutazione desunti da mercati regolamentati (adottando un metodo "sintetico"). Si è proceduto come segue:

1. Dai principali mercati regolamentati europei (è evidente che non ci si può limitare ai dati della Borsa di Milano) si sono desunti due parametri fondamentali: i coefficienti Beta, che rappresentano la quantità di rischio incorporata da un'azienda, ed il reciproco del *price-earning ratio*, adottato come proxy della remunerazione effettiva del capitale di rischio.
2. I due parametri sono pubblicamente disponibili nella versione *levered*, e quindi dipendono dal livello d'indebitamento dell'impresa considerata e dal sistema fiscale in cui essa opera. Per applicarli al contesto veneto e nazionale è stato perciò necessario trasformarli nelle versioni *unlevered*, e poi ritrasformarli nelle versioni *levered* con i dati però delle società venete e nazionali (in ogni caso, non essendo ancora disponibili i Beta del solo indebitamento, i coefficienti qui ottenuti devono intendersi come *Hamada's Beta*).
3. La remunerazione effettiva del capitale di rischio di cui al punto 1), com'è noto, nella sua versione *unlevered* può essere interpretata alla stregua di costo medio ponderato del complessivo capitale aziendale (*w.a.c.c.*). Quindi se applicata al reddito operativo (che costituisce il rendimento basilare per remunerare tutti i finanziatori, sia a titolo di

¹ Caso in cui la contrazione delle vendite è così repentina ed imprevedibile da non consentire alcuna reazione dal lato dei costi.

capitale di debito che di capitale rischio) è possibile utilizzarla per stabilire il valore di mercato dell'impresa (implicito e potenziale).

I risultati ottenuti sono i seguenti:

Tabella5 – Italia e Veneto. Valutazioni di mercato. Anni 2007 e 2010-2011

(il valore dell'impresa è un dato medio lordo dell'azienda-tipo desumibile da In.balance)

Indici	Veneto			Italia		
	2011	2010	2007	2011	2010	2007
Beta (<i>hamada's beta levered</i>)	1,11	1,44	1,02	1,22	1,97	1,24
Valore (potenziale) Lordo dell'Impresa* €/000	888	1451	2241	701	1297	2048

Fonte: elaborazioni su dati In.balance, Bureau van Dijk, Aswath Damodaran, BCE, EBF

*Somma tra il valore (potenziale) di mercato del capitale proprio e del valore (potenziale) di mercato del capitale di debito.

In pratica si può notare quanto segue:

1. Il valore (potenziale) lordo di mercato delle società di capitali del Veneto si riduce decisamente tra l'inizio della crisi (2007) ed il 2011, ma la perdita di valore è comunque in linea con quanto misurabile nella media nazionale.
2. Il Beta indica che, tutto considerato, la quantità di rischio incorporata dalle società venete è inferiore a quella media nazionale.

Si conferma quindi un quadro che, rispetto alle tipiche valutazioni di mercato, si è deteriorato tra il 2007 ed il 2011, ma comunque meno della media nazionale.

Dall'analisi emerge anche un dato sull'**imposizione fiscale**, che negli anni della crisi si è rivelata estremamente penalizzante per le imprese. Le aliquote effettive infatti sono risultate ben superiori a quelle nominali. Se nel 2011 l'aliquota cumulata (Ires+Irap) fissata dalle norme era pari al 31,4%, **le imprese venete hanno sostenuto un onere effettivo molto superiore e crescente. Tra il 2007 e il 2011 l'aliquota effettiva è infatti passata dal 50,2% al 57,8%.**

Per l'effetto combinato degli oneri indeducibili e della maggiore base imponibile Irap, i redditi più bassi sono stati più penalizzati.

4. La situazione generale del sistema delle imprese

Dopo queste valutazioni si possono sintetizzare alcune osservazioni generali sull'andamento del sistema delle imprese venete.

In questo periodo di crisi, che nel 2011 ha presentato un modestissimo incremento del PIL (dell'1% a livello regionale e dello 0,4% su base nazionale) in un contesto di bassa produzione e di incipiente recessione, il sistema produttivo ha sostanzialmente tenuto, sia sotto l'aspetto finanziario che dal punto di vista economico. In particolare il valore aggiunto, seppur a livelli inferiori rispetto alla situazione prima della crisi, ha permesso la remunerazione di tutti i fattori produttivi (lavoro, capitale proprio e capitale di credito).

Con riferimento all'esercizio 2011, infatti, il valore aggiunto prodotto si è dimostrato ancora in grado di assorbire i consistenti costi di personale (nonostante gli elevati livelli del "cuneo fiscale") e gli oneri finanziari (sebbene ben noto il costo del credito, lievitato a seguito della speculazione finanziaria internazionale) e pure ha assicurato un margine di redditività netta (pur modesto) per i conferenti il capitale di rischio.

Nonostante la redditività più bassa, i principali parametri di solvibilità e di solidità patrimoniale non sono prossimi ai valori-soglia di conclamato allarme.

Più nel dettaglio, se si considerano alcune specifiche caratteristiche, rilevanti soprattutto in fasi di crisi come quella in corso, si può ritenere che per le società venete:

1. La solvibilità di breve termine tutto sommato non è pregiudicata, e la pressione che la stessa impone alla liquidabilità del magazzino si aggira attorno al 50% dello stesso (dato comunque inferiore alla media nazionale).
2. Sia l'esposizione alle fasi congiunturali negative che la sensibilità a strategie di prezzo aggressive dei concorrenti sono inferiori alla media nazionale.
3. La composizione dei costi di produzione è più favorevole della media nazionale, e ciò consente una più efficace reazione in presenza di cali della domanda.
4. Negli ultimi 5 anni (2007-2011) il valore di mercato delle società venete è mediamente in diminuzione, ma la perdita di valore è assimilabile a quanto avviene nell'intero Paese.
5. Il rischio complessivo incorporato nelle società venete (Beta) è inferiore a quello prevalente nel resto del Paese.

Glossario essenziale*

BETA: coefficiente che rappresenta la quantità di rischio incorporata da un'attività economica. Quanto più grande è il Beta, tanto maggiore è il rischio ad esso sotteso. Per l'interpretazione del Beta esistono due tipici valori di soglia: il valore 1, superato il quale l'entità considerata diventa più rischiosa della media di mercato, e viceversa il valore zero, nei pressi del quale l'entità considerata è da ritenersi priva di rischio.

ESPOSIZIONE ALLA COMPETITIVITÀ: incremento percentuale della quantità venduta necessario a controbilanciare una riduzione dell'1% del prezzo di vendita, al fine di mantenere inalterati i margini operativi. Rappresenta la tensione cui è sottoposta l'azienda quando i concorrenti utilizzano strategie di prezzo aggressive.

ESPOSIZIONE ALLA CONGIUNTURA: riduzione percentuale dei margini operativi in corrispondenza di un calo dell'1% della quantità venduta. È strettamente legata ai costi fissi di produzione, cioè quei costi che non possono essere rimodulati nel caso di riduzione delle quantità vendute.

ROA (Return on Assets): rendimento lordo complessivo (sia operativo che finanziario) del Capitale Investito nell'azienda (totale Attivo dello Stato Patrimoniale). Detto rendimento considera sia il delta fra Valore e Costo della Produzione che i Proventi Finanziari. Si differenzia dal Return on Investments che invece si concentra sugli aspetti caratteristici dell'attività aziendale (esclude dal calcolo i Proventi Finanziari ed il connesso Capitale Investito a titolo puramente finanziario).

ROE (Return on Equity): rappresenta il rendimento netto (anche di imposte) conseguibile da chi finanzia l'azienda ponendosi come investitore a "rischio" e non come prestatore di denaro (cioè con finanziamento a debito, avente scadenza certa di rimborso e fruttifero di interesse).

SOLIDITÀ PATRIMONIALE: concetto che fa riferimento alla composizione del patrimonio (lordo) aziendale. Quest'ultimo è tanto più solido quanto più è caratterizzato dalla presenza di Patrimonio Netto (a parità di patrimonio lordo si riduce la presenza di debiti).

SOLVIBILITÀ DI BREVE TERMINE: capacità dell'azienda di onorare i debiti a breve termine (in scadenza entro un anno). Viene misurata da più indicatori. Tra questi va certamente considerato il classico rapporto tra Patrimonio Attivo che si liquida entro un anno (Attività Correnti) e Patrimonio Passivo che va in scadenza nel medesimo anno (Passività Correnti). Ad esso si affianca il Test Acido.

VALORE POTENZIALE LORDO DELL'IMPRESA: viene ottenuto applicando al rendimento operativo dell'azienda (espresso in euro) il tasso di rendimento (in percentuale) conseguibile da un investitore sul mercato. Così facendo si ricostruisce (potenzialmente) il valore che l'investitore sarebbe disposto a pagare per acquistare l'azienda.

* La versione integrale del glossario è disponibile sul sito web www.unioncamereveneto.it nella sezione dedicata all'Osservatorio sui bilanci aziendali.