

**OSSERVATORIO  
SULLA DINAMICA  
ECONOMICO-FINANZIARIA  
DELLE IMPRESE  
DELLE BEVANDE IN PIEMONTE**

**PRIMO RAPPORTO 1998-2001**

**Giuseppe Calabrese**

*(Ceris-Cnr)*

**Daniela Boetti**

*(Ceris-Cnr)*

WORKING PAPER CERIS-CNR  
Anno 5, N° 13 – 2003  
Autorizzazione del Tribunale di Torino  
N. 2681 del 28 marzo 1977

*Direttore Responsabile*  
Secondo Rolfo

*Direzione e Redazione*  
Sede di Torino  
Ceris-Cnr  
Via Avogadro, 8  
10121 Torino, Italy  
Tel. +39 011 5601.111  
Fax +39 011 562.6058  
[segreteria@ceris.cnr.it](mailto:segreteria@ceris.cnr.it)

*Sezione di Ricerca di Roma*  
Istituzioni e Politiche per la Scienza e la Tecnologia  
Via dei Taurini, 19  
00185 Roma, Italy  
Tel. 06 49937810  
Fax 06 49937884

*Sezione di Ricerca di Milano*  
Dinamica dei Sistemi Economici  
Via Bassini, 15  
20121 Milano, Italy  
tel. 02 23699501  
Fax 02 23699530

*Segreteria di redazione*  
Maria Zittino e Silvana Zelli  
[m.zittino@ceris.cnr.it](mailto:m.zittino@ceris.cnr.it)  
<http://www.ceris.cnr.it>

*Distribuzione*  
Spedizione gratuita

*Fotocomposizione e impaginazione*  
In proprio

*Stampa*  
In proprio

Finito di stampare nel mese di dicembre 2003

**Copyright © 2003 by Ceris-Cnr**

All rights reserved. Parts of this paper may be reproduced with the permission of the author(s) and quoting the source.

Private edition

# INDICE

<b>1</b>	<b>Introduzione</b> <i>di Giuseppe Calabrese</i>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Sintesi dei risultati della ricerca</b> <i>di Daniela Boetti</i>	<b>9</b>
<b>3</b>	<b>Metodologia di indagine e selezione delle imprese</b> <i>di Daniela Boetti</i>	<b>17</b>
<b>4</b>	<b>Principali risultati per dimensione aziendale e comparto industriale</b> <i>di Daniela Boetti</i>	<b>23</b>
4.1	Le imprese minori	24
4.2	Le piccole imprese	27
4.3	Le medie imprese	30
4.4	Le grandi imprese	33
4.5	I produttori di acque minerali, birra e bibite	36
4.6	Le cantine sociali	39
4.7	Il comparto distilleria	42
4.8	Le imprese produttrici di vino	45
<b>5</b>	<b>Analisi economico-finanziaria</b> <i>di Daniela Boetti</i>	<b>54</b>
5.1	Indicatori di sviluppo delle attività	54
5.2	Indicatori di attività industriale	58
5.3	Analisi della struttura finanziaria	63
5.4	Analisi della struttura patrimoniale	69
5.5	Analisi delle componenti del capitale circolante	72
5.6	Analisi delle componenti della redditività industriale	76
5.7	Analisi della leva finanziaria	79
<b>6</b>	<b>Nota metodologica sui dati di bilancio e gli indicatori</b>	<b>82</b>

## 1 Introduzione di Giuseppe Calabrese

Negli ultimi anni l'industria italiana delle bevande è stata caratterizzata da uno sviluppo costante e da *performance* sensibilmente superiori rispetto agli altri comparti manifatturieri contribuendo positivamente alla bilancia dei pagamenti.

Secondo i dati Istat, il trend di crescita annuale oscilla intorno al 5% con una variazione complessiva nel periodo 1998-2001 pari al 16,5%, mentre l'indice generale della produzione industriale è aumentato nello stesso periodo del 2,6%. I risultati sono ancor più positivi se si considera il fatto che la crescita dei consumi di bevande delle famiglie italiane è rallentata in misura maggiore rispetto altri Paesi europei passando dal 2,7% del 2000 all'1,1% del 2001, segno che le esportazioni sono aumentate sensibilmente negli ultimi anni. Infatti, le vendite verso l'estero sono aumentate in valore del 37,6% nel periodo 1998-2002 e del 8,8% nell'ultimo anno. Le esportazioni di bevande sono circa tre volte e mezza superiori alle importazioni.

Il settore delle bevande riveste un ruolo crescente nell'ambito dell'economia piemontese soprattutto per quanto concerne la redditività del settore, in miglioramento rispetto alla contrazione manifestata dagli altri settori manifatturieri. La particolare conformazione orografica e la prolungata acquisizione di conoscenze specifiche hanno consentito al Piemonte di sviluppare posizioni di leadership in alcune delle filiere delle bevande come nel vino, dalla produzione delle uve fino alla distillazione e acetificazione, e nelle acque minerali. Le imprese vinicole piemontesi sono le più anziane d'Italia, più del 70% sono state fondate prima del 1960, in tempi in cui la viticoltura regionale aveva estensione e produzione ben superiori rispetto a quella odierna.

Nell'industria piemontese delle bevande rivestono minore importanza, invece, la produzione di bibite analcoliche e della birra che in passato contava invece alcuni produttori locali.

Il Piemonte presenta, dopo il Veneto, il più alto indice di specializzazione settoriale tra le regioni italiane maggiormente industrializzate e rappresenta in termini di addetti circa l'11% del settore e il 19% delle esportazioni. Secondo le stime riportate in questa ricerca, l'occupazione è in crescita e in misura superiore rispetto agli altri comparti manifatturieri piemontesi, come pure le esportazioni piemontesi aumentate ad un ritmo superiore rispetto alla media nazionale (+39,8% dal 1998 al 2002, +14,8% nell'ultimo anno).

La positiva dinamica settoriale, finora tratteggiata, non si riversa in modo omogeneo né nei comparti che compongono l'industria delle bevande, né nei diversi ambiti territoriali. Se si sofferma l'attenzione sulle tre principali componenti emergono trend evolutivi contrastanti. A livello nazionale, l'indice della produzione industriale delle bevande alcoliche distillate è aumentato nel periodo 1998-2001 del 73,1%, la produzione di vino, fortemente legata alle condizioni meteorologiche, è diminuita dell'1,2%, mentre le acque minerali e le bibite analcoliche sono aumentate del 11,5%. Per quanto riguarda le esportazioni, nel periodo 1998-2002 sono aumentate in valore rispettivamente dell'81,6%, del 25,6% e del 154,8%. Per il Piemonte, invece, secondo le stime riportate in questa ricerca, la crescita maggiore è stata registrata soprattutto nel comparto delle acque minerali e delle bibite analcoliche e in misura minore nelle bevande alcoliche distillate. Rispetto al dato nazionale, la produzione di vino è, al contrario, aumentata in particolar modo per il contributo delle cantine sociali, che rappresentano il 40% della produzione piemontese, e in parte delle imprese vitivinicole.

Per quanto riguarda più nel dettaglio i comparti dell'industria del bere analizzati in questa ricerca il settore delle acque minerali risulta molto frammentato, costituito da piccole aziende e pochi grandi gruppi. In Italia vi sono 250 marchi d'acqua di cui 27 di proprietà di 6 multinazionali in grado di controllare il 69% del mercato. Il consuntivo 2001 dell'industria italiana delle acque minerali naturali evidenzia una produzione in crescita del 3% rispetto al 2000, ma in Piemonte (ove vi sono 17 aziende produttrici, 34 marchi per un totale di 600 dipendenti) il volume delle vendite è aumentato del 13,8%, dove il solo Cuneese copre il 50% del mercato. Gli stabilimenti della regione imbottigliano 1,5 miliardi di litri l'anno per un valore di 157 milioni di Euro pari al 14,1% della produzione nazionale. Un settore in crescita costante, che vede l'Italia in Europa, e il Piemonte in Italia al primo posto per consumi: 192 litri per piemontese ogni anno contro una media nazionale di 172.

Il comparto non è però esente da problemi: il potere d'acquisto della grande distribuzione (dal 1995 a oggi il costo finale dell'acqua minerale è diminuito in termini reali di circa il 20%) genera distorsioni economiche, imponendo la confezione in plastica, seppure più cara in produzione e a maggior impatto ambientale rispetto al vetro. È invece un problema sociologico la scarsa cultura sul prodotto da parte del consumatore finale, che spesso guarda soltanto al prezzo e non alla qualità, senza distinguere tra acque minerali,

di sorgente, da tavola e trattate-filtrate. Va segnalato il sensibile incremento dei costi delle materie da imballaggio (soprattutto la plastica) influenzato dall'innalzamento dei prezzi del greggio e dalla svalutazione dell'euro rispetto al dollaro.

Per quanto concerne la distilleria italiana, il comparto è costituito da un centinaio di aziende, prevalentemente di dimensione medio-piccola, spesso a carattere familiare, a larga diffusione sul territorio nazionale. L'attività di distillazione in Italia da lavoro complessivamente a circa 10.000 addetti, tra occupazione diretta e indotta (trasporti, laboratori, impianti di imbottigliamento, vetrerie, ecc.).

Le materie prime lavorate, secondo disponibilità e andamenti di mercato, sono esclusivamente di origine agricola: melasso, cereali, vino, sottoprodotti della vinificazione, frutta, patate. Dalla distillazione di queste materie prime si ottengono alcoli (neutro e buon gusto per usi alimentari, denaturato per usi industriali, grezzo per successive lavorazioni) e acquaviti (brandy, grappa, acquaviti di frutta).

In Piemonte, è il polo astigiano che costituisce una delle aree più importanti e dinamiche del settore della distilleria, con ben 9 delle 23 aziende attive in Piemonte. Sempre in Piemonte vengono distillati annualmente circa 400 mila quintali di vinacce (sul totale dei 500 mila prodotti in media annualmente in vendemmia) che danno origine a circa 4,5 milioni di bottiglie di grappa per un fatturato annuo di 20 milioni di Euro. Il 90% della produzione è venduto sul mercato nazionale mentre il principale mercato estero è la Germania. In crescita sono le esportazioni in Usa e in Giappone, grazie soprattutto ai successi della ristorazione e del comparto enologico italiano.

La produzione del settore vino oscilla a seconda delle annate e delle relative condizioni meteorologiche. Evidente è stata la criticità del 2000: a causa del caldo eccessivo in primavera e delle piogge e temperature basse in estate, la raccolta è stata anticipata e oscillava tra i 70-73 milioni di quintali rispetto ai 78 milioni del 99, una delle vendemmie più scarse degli ultimi quarant'anni.

Le esportazioni del vino e mosti evidenzia valutazioni diverse a seconda se si analizzano i dati in valore, che risultano negli ultimi anni in crescita, o in quantità, che sono, invece, in diminuzione. A determinare la flessione generale della quantità di vino esportata è stata la voce vini da tavola, di minor valore, le cui vendite all'estero segnano un forte decremento. I vini DOC e DOCG hanno registrato, invece, una crescita moderata. I vini frizzanti e gli spumanti, in particolare, hanno mostrato una decisa accelerazione

dell'export. Il confronto tra incremento dei valori esportati e decremento delle quantità fa emergere l'apprezzamento e la crescita dei valori unitari del vino esportato: segno di qualità e di valorizzazione crescente del prodotto sui mercati esteri.

La regione Piemonte vanta una produzione media vinicola corrispondente a circa il 5% del prodotto nazionale con notevole prevalenza di vini di qualità. Un punto di forza del settore, in Piemonte, è senza dubbio quello della qualificazione produttiva, testimoniato dall'elevata incidenza dei vini DOC e DOCG sul totale. È vasto e variegato il panorama dell'industria piemontese al servizio del vino. Si può parlare di un centinaio almeno di imprese con un fatturato che complessivamente può valere il 30% del giro d'affari movimentato dall'intera filiera.

Obiettivo principale di questo rapporto è l'analisi della dinamica economico-finanziaria delle imprese di capitali operanti nell'industria delle bevande piemontese tramite l'analisi dei bilanci aziendali. L'indagine si pone come obiettivo quello di rispondere ad alcune domande comunemente espresse dal sistema economico-politico. Quale sono le imprese della filiera piemontese che si sviluppano maggiormente? In quali comparti merceologici? Il settore si sviluppa più o meno del sistema produttivo piemontese? La situazione congiunturale ha investito nella stessa misura le grandi e le piccole imprese? Quali differenze emergono nell'attività industriale? Le imprese delle bevande piemontesi godono di buona solidità patrimoniale? La redditività è soddisfacente e in linea con quella degli altri settori manifatturieri piemontesi?

Per rispondere a queste domande verrà utilizzata come metodologia di ricerca l'analisi dei bilanci aziendali in modo da evidenziare le caratteristiche gestionali delle imprese attive sul territorio piemontese in termini di sviluppo (fatturato, occupazione e investimenti), attività industriale (deverticalizzazione, produttività e costo del lavoro), struttura patrimoniale (equilibrio finanziario, indebitamento), redditività del capitale proprio e delle attività industriali, capacità di creare valore. Al fine di cogliere la dinamica evolutiva del settore, i dati di bilancio faranno riferimento al quadriennio 1998-2001. A seguito della rivalutazione delle immobilizzazioni tecniche consentita dalla lg. 342/00, si è provveduto a rettificare le relative voci contabili dei bilanci 2001 e 2000. Nella ricerca verranno presentati sia i dati contabili, sia quelli rettificati.

L'analisi economico-finanziaria è stata condotta su di un campione di 160 imprese delle bevande piemontesi, posto a confronto con un campione di 2.678 imprese operanti negli

altri settori manifatturieri. Entrambi i campioni sono stati opportunamente stratificati sulla base di classificazioni territoriali, dimensionali e settoriali.

Il presente rapporto si suddivide in cinque parti. Nel prossimo capitolo è riportata una sintesi dei risultati principali emersi dall'elaborazione dei bilanci aziendali relativa alla meccanica specializzata nel suo insieme e in confronto con le altre attività industriali piemontesi. Segue nel terzo capitolo la metodologia statistica utilizzata per la selezione e l'analisi delle imprese. Per un maggior approfondimento dei singoli indicatori di bilancio utilizzati si rimanda alle note metodologiche poste in appendice. Nel quarto capitolo è riportata una sintesi dei risultati per dimensione aziendale e comparto industriale sulla base di alcuni indicatori di bilancio ritenuti maggiormente esplicativi della dinamica aziendale. Nel commento complessivo dell'analisi economico-finanziaria del capitolo quinto, ci si soffermerà unicamente sulle dinamiche più marcate.



## 2 Sintesi dei risultati della ricerca di Daniela Boetti

Il settore delle bevande rappresenta una delle aree industriali peculiari del territorio piemontese, specialmente se si fa riferimento alla produzione di vini e distillati. La produzione enologica del Monferrato, dell'astigiano e del cuneese è uno dei punti di forza dell'economia piemontese e parte importante dell'export regionale. Le imprese piemontesi godono pertanto di una valenza strategica che merita un approfondimento delle sue caratteristiche di sviluppo, redditività, equilibrio patrimoniale e finanziario ponendole anche a confronto con il contesto regionale. Questa analisi conduce ad una conoscenza della solidità del settore, individuandone le prospettive di sviluppo e le criticità, potendo così individuare un orientamento per gli indirizzi di politica industriale.

Per quanto le imprese delle bevande denotino una crescita sia in termini di fatturato (+11,8%) sia di immobilizzazioni nette (+12,6%), lo sviluppo quadriennale è inferiore alla media del settore manifatturiero piemontese, che evidenzia rispettivamente tassi di crescita pari a +16,3% e +13,8%. La produttività del lavoro non ha subito sostanziali variazioni quadriennali (+1,3%) mentre il confronto manifatturiero denota un incremento del 4%; tale dinamica ha permesso il recupero di parte del divario tra i due settori, sebbene l'area delle bevande mantenga un valore di produttività comunque superiore al confronto manifatturiero. Il settore piemontese delle bevande si distingue per un aumento occupazionale del 14,7%, più consistente del 6,6% evidenziato dagli altri settori industriali. A livello di retribuzione media individuale, il settore delle bevande ha ridotto nel quadriennio i costi del lavoro dell'11,8% rispetto all'aumento del 3,6% del benchmark, dinamiche tali livellare il salario medio delle due categorie d'impresa.

Dal punto di vista dell'organizzazione della produzione, i produttori piemontesi di bevande si distinguono per il basso grado di integrazione verticale (17,7%), inferiore anche a quello del campione di controllo (25,7%).

Le risorse esterne non sembrano essere un veicolo primario di copertura finanziaria. Infatti, l'esposizione verso il capitale di debito misurata dall'indice di leverage, valutato su dati rettificati, si colloca nel 2001 su un valore dell'84%, in diminuzione di 14,2 punti percentuali lungo il quadriennio. Anche il campione di controllo si attesta su valori dell'indice contenuti e oscillanti intorno alla parità sebbene in crescita complessivamente di 4,2 punti percentuali. Tale propensione emerge anche dalla disaggregazione

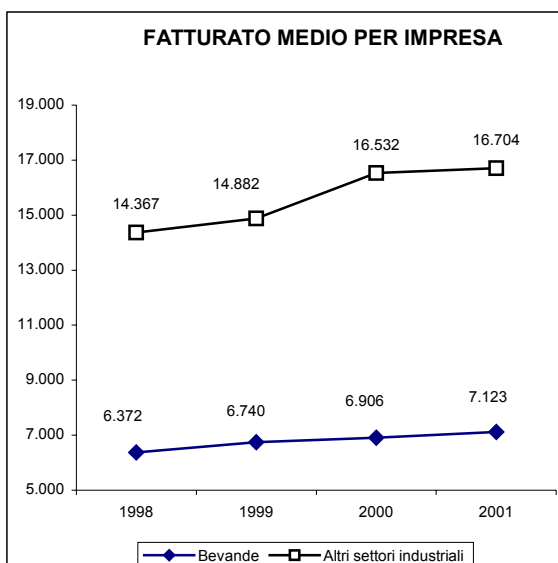
delle voci di debito in base alla loro natura. Si evidenzia infatti un orientamento verso incrementi di debiti commerciali, per loro natura a breve scadenza, insieme ad un aumento del capitale proprio (+17%).

Il contenuto incremento degli indicatori di sviluppo si accompagna a valori medi di redditività inferiori al campione di controllo, sebbene il trend incrementale del quadriennio sia più sostenuto. Il ROI industriale evidenzia una crescita di 4,2 punti percentuali e ancor più soddisfacente appare la crescita del ROE (+6,1 punti percentuali). Le imprese mostrano quindi un miglioramento della redditività operativa e una più adeguata remunerazione del capitale di rischio. La scomposizione dell'indicatore di redditività operativa evidenzia come la performance realizzata sia imputabile maggiormente ad una più efficiente rotazione del capitale investito (ROT) piuttosto che attraverso un miglior controllo dei costi operativi (ROS).

La crescita del settore fa capo a tutte le dimensioni d'impresa: non si evidenziano infatti grandi discrepanze tra i trend degli indicatori di sviluppo. Al contrario, significativi aumenti di redditività fanno capo solo alla grande impresa, con aumenti di ROI del 9,9% e di ROE dell'8,6%. La struttura finanziaria delle grandi imprese riflette una contenuta incidenza dell'indebitamento finanziario, in diminuzione nel quadriennio di 14,9 punti percentuali, rispetto alle imprese di dimensione minore che invece si caratterizzano per un'elevata instabilità. Tale instabilità si accompagna però a una crescita sostenuta del capitale proprio (+24%).

La segmentazione del campione per comparto produttivo attribuisce ai produttori di acque minerali, birra e bibite la crescita del fatturato più consistente (+79,8%) contrariamente a quella del raggruppamento vitivinicolo (+6,2%), mentre la dinamica di sviluppo degli investimenti appare più omogenea, eccezion fatta per la riduzione di immobilizzi del comparto distilleria. Il raggruppamento altro e i produttori di distillati vantano i valori più elevati di ROI e ROE (rispettivamente +15% e +12,3% per i primi e +10,7% e +10,4% per gli altri). Il raggruppamento altro si distingue anche per la consistente riduzione dell'indebitamento finanziario (-66,4 punti percentuali nel quadriennio ma -125,3 punti percentuali solo nell'ultimo biennio) e per un consistente aumento del capitale proprio (+61%).

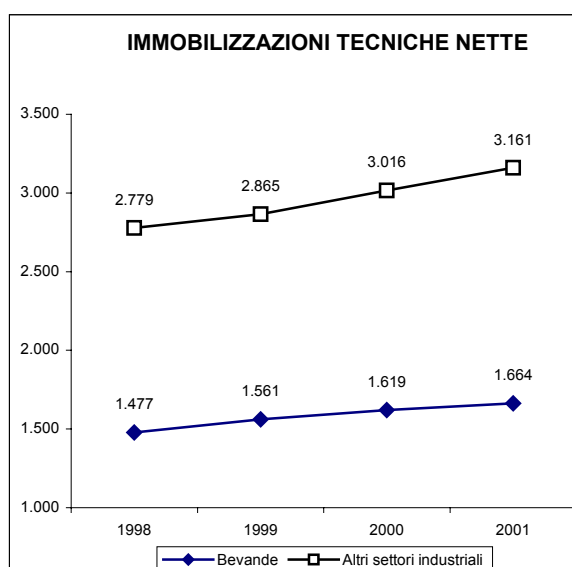
Approfondendo il livello di dettaglio, si evince che il tasso di sviluppo del settore delle bevande è poco inferiore a quello del settore manifatturiero (rispettivamente +11,8% e +16,3%). Il comparto delle bevande mostra una dinamica di crescita costante, mentre la manifattura piemontese beneficia della crescita più consistente nel biennio 1999-2000. Considerando le differenti ampiezze di mercato, è ovvio notare come il livello



medio di fatturato delle imprese dedite alla produzione di bevande sia circa la metà di quello conseguito dai settori industriali. Il confronto tra i valori di fatturato del 1998 e del 2001 evidenzia che il 36,9% delle imprese delle bevande riduce le vendite mentre il 33,8% le aumenta ad un tasso superiore al doppio della media.

Nell'ambito degli investimenti, i due raggruppamenti mostrano un trend di crescita delle immobilizzazioni tecniche nette simile, pari a +12,6% per il settore bevande e a +13,8% per il settore manifatturiero.

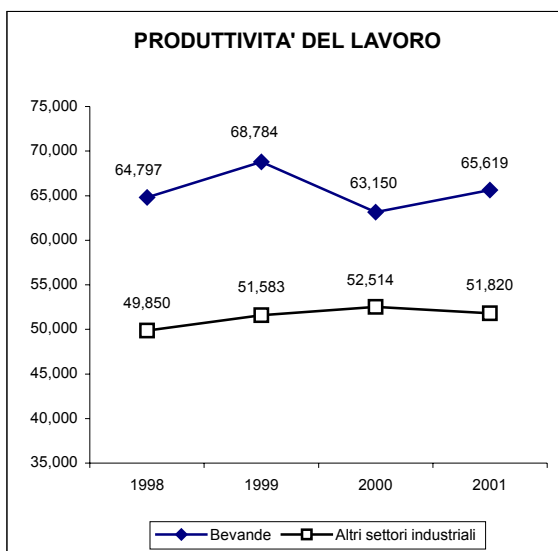
L'ammontare medio degli immobilizzi del comparto bevande è circa la metà del benchmark. La variabilità con cui le imprese piemontesi delle bevande incrementano le immobilizzazioni tecniche nette è elevata, se si considera che, tra il 1998 e il 2001, il 41,3% del campione le aumenta ad un tasso superiore al doppio della media mentre il 36,9% delle imprese le riduce.



L'analisi della produttività del lavoro mostra, per il comparto in esame, un andamento discontinuo che comporta un incremento complessivo pari solo all'1,3%, mentre gli altri settori industriali registrano un aumento del 4%. La produttività del lavoro dell'area delle bevande è sempre superiore al confronto manifatturiero. La perdita dell'8,2% veri-

ficatasi nel biennio 1999-2000 è imputabile ad una modesta crescita del valore aggiunto (+1,9%) congiunta ad un aumento significativo dell'occupazione (+11%).

Va segnalato come le imprese delle bevande aumentino complessivamente l'occupazione del 14,7% rispetto al +6,6% del confronto manifatturiero. L'incremento quadriennale di performance si accompagna a una situazione di contrazione di produttività: infatti, tra il 1998 e il 2001, il 56,3% delle imprese delle bevande riduce la produttività a



fronte del 41,7% del campione che invece ottiene incrementi più di due volte superiori alla media.

L'analisi del costo del fattore lavoro rivela uno sbilanciamento tra produttività e onerosità del lavoro. Ad un seppur lieve incremento produttivo si associa una diminuzione del costo del lavoro dell'11,8%; tale contrazione può essere giustificata dal ricorso a forme contrattuali meno onerose. La disaggregazione dei dati secondo la scala produttiva evidenzia come il livello di retribuzione media aumenti con la dimensione aziendale, passando da 25.500 Euro per le imprese minori a 41.257 Euro per le grandi imprese, nonostante queste ultime risentano di una contrazione retributiva del 19,2%. Al contrario, il campione di confronto fa corrispondere ad un aumento di produttività del 4% un aumento del costo del lavoro del 3,6%.

Tab.1: COSTO DEL LAVORO PER SETTORE INDUSTRIALE (valori medi per impresa in Euro)									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
Totale	Bevande	33,634	35,104	39,371	38,138	-4,2%	-10,8%	3,2%	-11,8%
	Confronto	32,403	32,190	32,065	31,274	0,7%	0,4%	2,5%	3,6%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

La struttura produttiva delle imprese del settore delle bevande presenta un grado di integrazione verticale inferiore rispetto agli altri settori manifatturieri del Piemonte. Lungo

il quadriennio la forbice si riduce da 10 a 8 punti percentuali. In particolare sono le medie e le grandi imprese a mostrare una struttura poco verticalizzata (rispettivamente 15,2% e 17%).

Tab.2: GRADO DI INTEGRAZIONE VERTICALE PER DIMENSIONE AZIENDALE E SETTORE INDUSTRIALE									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
Totale	Bevande	17,7%	16,9%	17,0%	17,0%	0,8%	-0,1%	0,0%	0,7%
	Altri settori	25,7%	25,7%	26,9%	27,0%	-0,1%	-1,1%	-0,1%	-1,3%

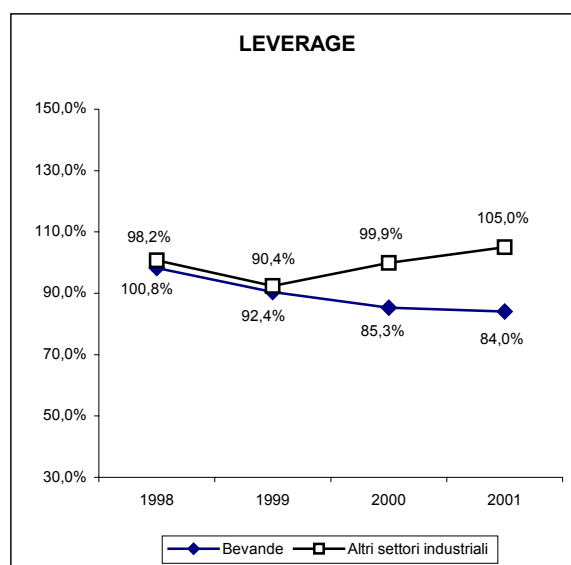
Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

L'osservazione delle relazioni tra fonti e impieghi evidenzia come il capitale investito sia coperto da fonti esterne, di natura sia finanziarie sia operative, in misura pari a circa il 65%, senza particolari oscillazioni lungo il quadriennio. Il campione di controllo denota una criticità poco più accentuata, ove l'indicatore in oggetto si attesta intorno al 71%. In entrambi, comunque, non si registrano significative variazioni tra 1998 e 2001.

Tab. 3: INDICE DI DIPENDENZA FINANZIARIA PER DIMENSIONE AZIENDALE E SETTORE INDUSTRIALE									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
Totale	Bevande	65,5%	65,6%	65,7%	66,7%	-0,1%	-0,1%	-1,0%	-1,2%
	Altri settori	71,6%	71,4%	70,7%	71,7%	0,3%	0,6%	-1,0%	-0,1%

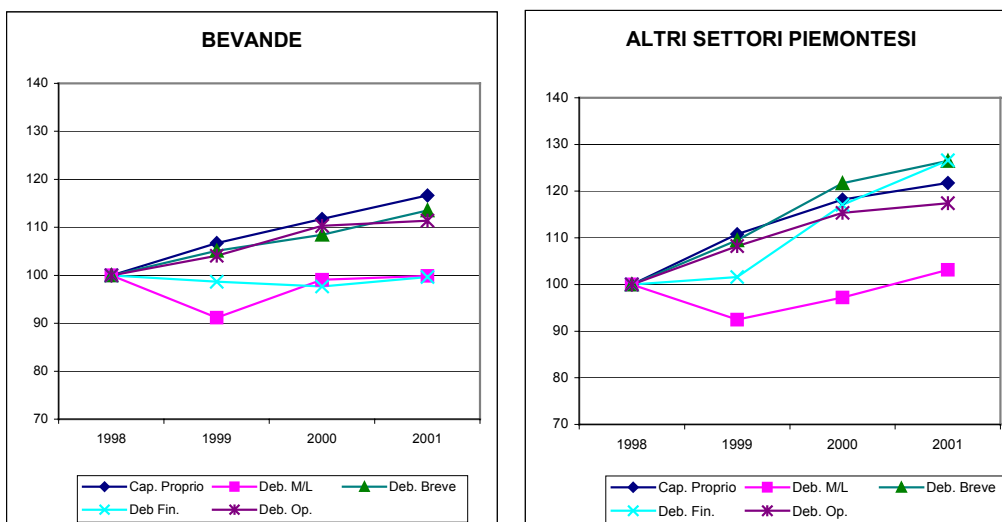
Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

La relazione tra debiti finanziari e capitale proprio è misurata dall'indicatore di leverage. Il grado di indebitamento finanziario ha intrapreso una dinamica più favorevole per le imprese del beverage: se nel primo biennio entrambi i raggruppamenti seguono un percorso di riduzione, nel restante triennio i produttori di bevande riescono a mantenere tale trend,



mostrando una riduzione quadriennale di 14,2 punti percentuali, assestandosi su un valore di leverage dell'84%. Tale dato evidenzia dunque come il settore delle bevande registri in media un livello di indebitamento finanziario inferiore all'ammontare del capitale proprio, ma la disaggregazione del campione evidenzia che nel 2001 solo il 32,8% delle imprese denota valori di leverage inferiori alla parità, mentre il 45,3% di queste si colloca su posizioni eccedenti la soglia di rischio del 150%. I settori industriali non sono invece riusciti a mantenere il trend discendente del primo biennio, mostrando un aumento complessivo di leverage di 4,2 punti percentuali, ma il valor medio del 2001 è poco superiore alla parità.

L'analisi degli indici di natura finanziaria può essere integrata con l'osservazione della dinamica relativa alle differenti componenti del passivo patrimoniale. Le imprese produttrici di bevande presentano un incremento nella copertura del patrimonio netto del 17%, così come accade negli altri settori manifatturieri piemontesi (+26%). Le imprese delle bevande lungo il quadriennio mostrano una tendenza all'aumento dei debiti a breve scadenza (+14%) a cui corrisponde un aumento dei debiti operativi dell'11%. Non si denotano invece variazioni dei debiti a lunga scadenza e dei debiti finanziari.



Le imprese piemontesi del settore delle bevande si caratterizzano per una struttura patrimoniale tendenzialmente squilibrata: il settore infatti denota un 38% di imprese squilibrate rispetto al 25% del campione manifatturiero. Il campione di controllo mostra anche una maggior propensione a strutture patrimoniali più stabili, con il 57% delle impre-

se appartenenti al raggruppamento equilibrate, quasi doppio rispetto al 30% delle imprese delle bevande.

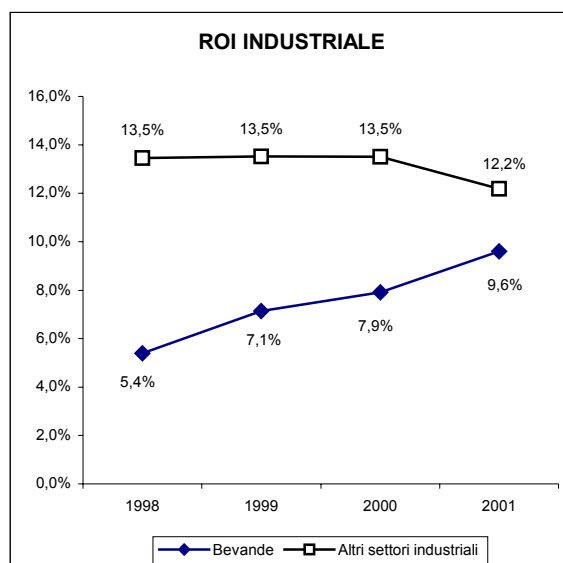
Spostando l'attenzione alla composizione dell'attivo investito, si può affrontare la relazione tra capitale circolante e fatturato. Le imprese operanti nel settore dedito alla produzione di bevande mostrano in ciascuno dei quattro anni un più consistente fabbisogno di capitale circolante per unità monetaria di fatturato rispetto agli altri settori manifatturieri (rispettivamente +33% e +24%). La scala produttiva non offre, tuttavia, particolari elementi di discriminazione tra le dimensioni aziendali.

L'analisi delle condizioni della leva finanziaria evidenzia che le imprese piemontesi operanti nel settore delle bevande hanno beneficiato nel quadriennio di un incremento nel numero di imprese con tasso di redditività superiore al costo del capitale di debito (57,9% nel 2001 e 40,3% nel 1998). Se si considera l'effettivo sfruttamento della leva finanziaria, si evince che la percentuale di imprese in grado di cogliere le opportunità connesse al differenziale dei tassi di rendimento è poco superiore alla metà del totale (da 22,8% nel 1998 a 33,3% nel 2001). Ne consegue che è aumentato anche il numero di aziende la cui struttura finanziaria non è pronta a cogliere i suddetti benefici (da 17,5% nel 1998 a 24,6% nel 2001).

Il percorso evolutivo si accompagna ad un miglioramento della posizione reddituale, la cui analisi mostra ad un primo impatto valori di redditività operativa e del capitale proprio inferiori al benchmark industriale, ma in continua crescita rispetto alla contrazione, seppur lieve, del campione di confronto.

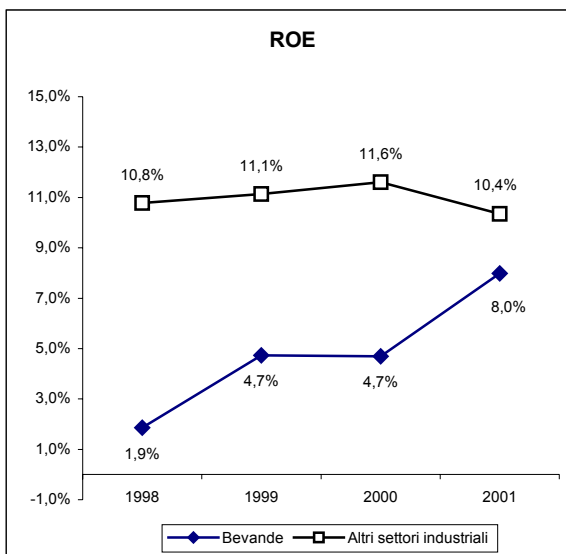
Il ROI industriale netto delle imprese delle bevande cresce di 4,2 punti percentuali nell'intero periodo, anche se nel biennio 1999-2000 la crescita è inferiore al punto percentuale. Nel 2001 il comparto raggiunge un valor medio dell'indice pari a 9,6%; tale performance deriva dal 14,3% delle imprese che ottengono valori di redditività operativa superiore al 20%, mentre appare in

difficoltà il 20,6% del campione, il cui margine operativo netto è negativo. Gli altri



settori industriali perdono invece poco più di un punto percentuale di redditività, imputabile principalmente all'ultimo biennio.

La redditività del capitale proprio mostra una crescita ancora più consistente e pari a 6,1 punti percentuali. Nel 2001 il ROE mostra un valor medio dell'8%, non molto elevato di per sé, ma la dinamica ha consentito di ridurre il gap con il settore manifatturiero da 9 a 1,5 punti percentuali. Inoltre, appare degno di nota il fatto che, nel 2001, il 21,5% delle imprese mostri valori di redditività del capitale proprio superiori al 10%, sebbene il 27,7% del campione consegua un risultato netto negativo.





### 3 Metodologia di indagine e selezione delle imprese di Daniela Boetti

L'impiego dei bilanci aziendali come metodologia di analisi consente di dettagliare in modo approfondito l'evoluzione economico-finanziaria delle imprese, anche se pone inevitabilmente una forte restrizione sulla selezione delle imprese analizzabili. Le imprese di capitale rappresentano solo una parte dell'imprenditoria, numericamente minoritaria, ma sicuramente predominante in termini di creazione di valore aggiunto, occupazione, investimenti tecnici, innovazione, etc.

Per rispondere alle domande oggetto di questa indagine verranno utilizzati i seguenti indici di bilancio:

- Indicatori di sviluppo: fatturato; occupazione; investimenti netti nelle immobilizzazioni materiali ed immateriali.
- Indicatori di attività industriale: valore aggiunto/fatturato (proxy del grado di integrazione verticale); valore aggiunto/dipendenti (proxy della produttività del lavoro); valore aggiunto/immobilizzazioni tecniche (proxy della produttività del capitale); costo del lavoro per dipendente.
- Indicatori della struttura finanziaria e patrimoniale: indice di dipendenza finanziaria; indice di indebitamento (leverage); modello integrato margine-struttura e fonti-impieghi, analisi del capitale circolante operativo netto in relazione al fatturato.
- Indici di redditività: redditività del capitale proprio (ROE), redditività del capitale investito nelle attività caratteristiche (ROI industriale), redditività delle vendite (ROS) e indice di rotazione del capitale investito (ROT); analisi della leva finanziaria.

Nelle note metodologiche, poste in appendice, sono diffusamente riportati i criteri di calcolo dei diversi indicatori.

La metodologia utilizzata in questa indagine è stata quella del bilancio somma su campioni chiusi tramite *benchmarking* tra raggruppamenti di imprese su base dimensionale e di attività produttiva. Per bilancio somma si intende che le voci dello stato patrimoniale e del conto economico di ciascun raggruppamento di imprese vengono sommate come se si trattasse di un'unica impresa. In questo modo vengono evitate alcune distor-

sioni di tipo statistico<sup>1</sup> ed è necessario che l'impresa sia presente in tutti gli anni analizzati. Tale metodologia se da un lato consente di creare serie storiche coerenti, dall'altro lato esclude a priori le imprese costituite o cessate successivamente l'anno di inizio dell'analisi.

L'acquisizione dei dati si è basata sulle banche dati AIDA e CERVED dalle quali sono stati estratti i bilanci contabili delle società di capitale che risultavano attive nel quadriennio 1998-2001. Per assicurare omogeneità dei dati ed evitare discontinuità aziendali, sono stati esclusi i bilanci consolidati e le holding industriali.

Sono stati costruiti in questo modo due campioni chiusi, uno relativo alle imprese appartenenti all'area di produzione delle bevande e l'altro, utilizzato come campione di controllo, alle imprese operanti nei rimanenti settori manifatturieri del Piemonte. I due campioni sono stati a loro volta ripartiti secondo i seguenti criteri:

- Dimensionale. La normativa europea<sup>2</sup> per la definizione delle piccole e medie imprese è stata integrata inserendo una classe inferiore in modo da evidenziare le imprese minori<sup>3</sup>. Nella tabella 4 sono stati riportati i criteri di selezione, i valori sono da intendersi come limiti massimi e devono essere rispettati contemporaneamente. Le imprese dei campioni analizzati in questa ricerca sono state classificate secondo i valori registrati nel 1998.

---

<sup>1</sup> Il calcolo degli indicatori sulla base del bilancio somma è pari alla media ponderata ed è preferibile alla media aritmetica per il fatto che in questo modo viene attenuata l'influenza dei valori estremi. La metodologia del bilancio somma, tuttavia, risente della prevalenza delle imprese con dimensioni maggiori. Come è già stato segnalato, questa ricerca è stata focalizzata sulle imprese con meno di mille dipendenti e quindi il calcolo degli indici di bilancio non è condizionato da eventuali sbilanciamenti dimensionali.

<sup>2</sup> La commissione europea ha recentemente proposto nuovi parametri per la definizione di piccola e media impresa introducendo la categoria delle "micro imprese" del tutto simile a quella di "imprese minori" adottata in questa ricerca. In questo lavoro sono stati utilizzati i parametri definiti dalla G.U.C.E. del 30 aprile 1996, n. 107.

<sup>3</sup> Sono queste le cosiddette imprese escluse dall'applicazione dell'articolo 18 dello statuto dei lavoratori.

Tab. 4: CLASSIFICAZIONE DIMENSIONALE			
	Dipendenti	Fatturato (mil. Euro)	Totale attivo (mil. Euro)
Imprese minori	Meno di 15	Meno di 2	Meno di 1,5
Piccole imprese	16 – 50	2 - 7	1,5 – 5
Medie imprese	51 – 250	7 - 40	5 – 27
Grandi imprese	> 251	> 40	> 27

Fonte: Elaborazioni Ceris–Cnr

- Settoriale. Il settore di produzione delle bevande è stata suddivisa in quattro raggruppamenti omogenei:
  - **Altro** (acque minerali, birra e bibite);
  - **Cantine sociali** (società cooperative a responsabilità limitata);
  - **Distillerie** (produzione aceto, bevande alcoliche distillate);
  - **Vini** (produttori di vini e spumanti).

È stata effettuata una distinzione tra cantine sociali e produttori di vino per evidenziare le diverse peculiarità che fanno capo a ognuno dei due raggruppamenti. Alla voce vini fanno capo i produttori vinicoli che si occupano dalla fase di coltivazione delle uve fino alla fase di imbottigliamento. Le cantine sociali lavorano invece le uve dei soci, dedicandosi alla sola fase di produzione.

Il campione di imprese produttrici di bevande, e la relativa classificazione settoriale, è stato costruito non sulla base dei codici Ateco, spesso inattendibili, ma sia verificando la descrizione dell'attività dichiarata presso la Camera di Commercio, sia consultando le principali fonti dati disponibili sulla industria delle bevande.

Nel momento in cui è stata effettuata l'elaborazione è stato possibile costruire, per il quadriennio analizzato, la serie storica dei bilanci di 160 imprese piemontesi produttrici di bevande, mentre per il campione di imprese operanti negli altri settori manifatturieri sono state selezionate 2.678 società di capitali.

I due campioni presentano una distribuzione dimensionale non completamente simile: le imprese delle bevande denotano una maggiore prevalenza di imprese minori, mentre gli altri settori manifatturieri sono caratterizzati da una maggiore incidenza delle imprese di piccola dimensione (tabella 5). Le imprese minori e piccole sono rispettivamente il 55,6% e il 27,5% tra i produttori di bevande, e il 22,2% e il 45,7% negli altri settori manifatturieri piemontesi.

Tab. 5: DISTRIBUZIONE DEI CAMPIONI PER DIMENSIONE AZIENDALE				
Dimensione aziendale	Bevande		Altri settori	
	N	%	N	%
Impresa minore	89	55,6	594	22,2
Piccola impresa	44	27,5	1224	45,7
Media impresa	21	13,1	721	26,9
Grande impresa	6	3,8	139	5,2
<b>Totale</b>	<b>160</b>	<b>100,0</b>	<b>2.678</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborazioni Ceris–Cnr

Nelle tabelle 6 e 7 sono stati riportati rispettivamente il numero di imprese e le percentuali di copertura del settore delle bevande incrociando la classificazione dimensionale con quella settoriale. In particolare si segnala che:

- le imprese produttrici di acque minerali, birra e bibite sono in totale 11 (6,9% del campione) con una distribuzione predominante tra le piccole imprese;
- le cantine sociali sono 46 (28,7% del campione) con una consistente predominanza di imprese piccole e minori;
- le imprese produttrici di distillati sono 21 (13,1% del campione) con una maggiore incidenza delle imprese di grande dimensione;
- i produttori di vino costituiscono il raggruppamento maggiore (82 imprese e 51,3% del campione) e presentano una maggior prevalenza di imprese di media dimensione.

Tab. 6: DISTRIBUZIONE DEL CAMPIONE BEVANDE PER COMPARTO E DIMENSIONE (numero di imprese)					
Comparto	Dimensione aziendale				Totale
	Minore	Piccola	Media	Grande	
Altro	5	5	1	0	11
Cantine sociali	30	14	2	0	46
Distillerie	14	4	1	2	21
Vini	40	21	17	4	82
<b>Totale</b>	<b>89</b>	<b>44</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>160</b>

Fonte: Elaborazioni Ceris–Cnr

Tab. 7: DISTRIBUZIONE DEL CAMPIONE BEVANDE PER COMPARTO E DIMENSIONE (valori in percentuale)					
Comparto	Dimensione aziendale				Totale
	Minore	Piccola	Media	Grande	
Altro	5,6	11,4	4,8	0,00	6,9
Cantine sociali	33,7	31,8	9,5	0,00	28,7
Distillerie	15,7	9,1	4,8	33,3	13,1
Vini	45,0	47,7	80,9	66,7	51,3
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborazioni Ceris-Cnr

Nelle successive tabelle sono stati riportati alcuni dei principali valori esplicativi la consistenza del campione come il fatturato totale, l'occupazione, gli investimenti tecnici netti e i principali indicatori di bilancio che verranno diffusamente analizzati nelle prossime pagine. Nel 2001, le imprese produttrici di bevande Piemonte denotano complessivamente più di un miliardo di Euro di fatturato con un'occupazione poco superiore a 3 mila dipendenti. La grande impresa copre circa il 55% del fatturato e il 43% dell'occupazione. Nell'ambito dei comparti industriali il peso maggiore spetta alle imprese produttrici di vino sia per quanto concerne le immobilizzazioni tecniche (58% del totale), l'occupazione (54%) e il fatturato (53%).

Tab. 8: PRINCIPALI INDICATORI DESCRITTIVI DEL BEVANDE (2001)						
	Fatturato totale (migliaia di Euro)		Occupazione totale		Immobilizzazioni tecniche nette (migliaia di Euro)	
<b>Totale regione</b>	<b>1.139.680</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.040</b>	<b>100,0%</b>	<b>266.240</b>	<b>100,0%</b>
<b>Dimensione aziendale</b>						
Impresa minore	83.660	7%	356	12%	42.987	16%
Piccola impresa	189.200	17%	660	22%	63.712	24%
Media impresa	237.741	21%	693	23%	68.061	26%
Grande impresa	629.010	55%	1.326	43%	91.362	34%
<b>Comparto industriale</b>						
Altro	63.096	6%	220	7%	22.858	9%
Cantine sociali	98.118	9%	368	12%	40.020	15%
Distillerie	368.949	32%	840	27%	49.245	18%
Vini	609.506	53%	1.640	54%	153.996	58%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

Tab. 9: PRINCIPALI INDICATORI DI BILANCIO DEL BEVANDE (2001)						
	Produttività del lavoro (Euro)	Integraz. verticale	Indice di dipendenza	Leverage	ROI industriale	ROE
<b>Totale regione</b>	<b>65.619</b>	<b>17,7%</b>	<b>65,5%</b>	<b>84,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,0%</b>
<b>Dimensione aziendale</b>						
Impresa minore	46.390	20,8%	83,7%	265,0%	3,6%	4,4%
Piccola impresa	60.618	21,5%	70,4%	121,8%	8,9%	6,8%
Media impresa	52.153	15,2%	74,4%	152,8%	1,8%	3,8%
Grande impresa	80.638	17,0%	55,7%	53,6%	15,4%	9,7%
<b>Comparto industriale</b>						
Altro	52.959	18,9%	79,85	165,6%	11,1%	5,0%
Cantine sociali	42.523	15,5%	73,05	132,6%	0,5%	0,6%
Distillerie	88.968	20,4%	49,3%	40,3%	13,8%	10,5%
Vini	60.366	16,2%	71,1%	122,1%	9,0%	7,4%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

#### **4 Principali risultati per dimensione aziendale e comparto industriale** *di Daniela Boetti*

La finalità di questo paragrafo è la valutazione del settore delle bevande attraverso l'utilizzo di alcuni indicatori economico-finanziari ritenuti maggiormente significativi. Il campione è stato stratificato nei raggruppamenti precedentemente citati (dimensione e comparto industriale). Le performance del campione complessivo sono state confrontate con un campione di controllo rappresentato dagli altri settori manifatturieri piemontesi. Per i singoli comparti è stato utilizzato come termine di confronto l'intero settore di produzione bevande piemontese. Ad ogni categoria d'impresa è dedicata una scheda rappresentativa della situazione economico-finanziaria costituita da sei indicatori calcolati su dati di bilancio rettificati dalle rivalutazioni delle immobilizzazioni tecniche consentite dalla lg. 342/00.

L'analisi degli indici di bilancio è stata condotta sia raffrontando i trend di crescita medi delle varie categorie con i rispetti benchmark, sia quantificando i singoli risultati aziendali in modo da evidenziare anche la consistenza e la variabilità prestazionale del campione.

Gli indici di bilancio selezionati per questa analisi sono:

- Fatturato
- Immobilizzazioni tecniche nette
- Produttività del lavoro (valore aggiunto/dipendenti)
- Indicatore di leverage (debiti finanziari/capitale proprio)
- Redditività operativa (ROI industriale netto)
- Redditività del capitale proprio (ROE)

#### *4.1 Le imprese minori*

Il quadro economico finanziario espresso dalle imprese minori mostra una crescita degli indicatori di sviluppo in linea con il raggruppamento di confronto, ma una posizione finanziaria molto preoccupante, congiunta ad una redditività debole e discontinua. Tale dinamica è imputabile in parte alla elevata presenza di cantine sociali, le cui politiche reddituali saranno meglio evidenziate in seguito. Il trend di crescita delle vendite delle imprese minori ricalca l'andamento degli altri settori industriali, mostrando incrementi rispettivamente pari a +26% e +28,5%, i più consistenti tra tutte le dimensioni d'impresa, anche se si è attenuato nell'ultimo biennio (+3,9% per le bevande e +4,5% per la manifattura). La buona performance delle imprese minori è confermata dal 37,1% del campione che nell'intero quadriennio riesce a incrementare le vendite ad un tasso superiore al doppio della media rispetto al 33,8% della media del settore delle bevande. Dall'analisi di bilancio emerge anche il considerevole investimento in immobilizzazioni tecniche, il cui valore netto tra il 1998 e il 2001 è aumentato del 29%, la miglior performance fra tutte le dimensioni d'impresa. Gli altri settori industriali denotano un aumento complessivo del 19,8%, ma dal grafico si evince come i valori di immobilizzi dei due raggruppamenti si snodino lungo i medesimi valori, con una lieve supremazia da parte delle imprese minori di bevande. Il confronto tra i valori del 1998 e del 2001 conferma l'incremento: infatti, il 48,3% del campione ha visto un aumento delle immobilizzazioni tecniche nette superiore al doppio della media rispetto al 41,3% di imprese evidenziato dalla media settoriale, mentre le imprese che le riducono sono il 31,5%, una percentuale minore del 36,9% della media settoriale.

La produttività del fattore lavoro dà luogo ad una dinamica decrescente nel primo triennio a cui segue un notevole rialzo nel biennio 2000-2001, ottenendo così un incremento quadriennale dell'1,6%. Il miglioramento dell'ultimo biennio è imputabile alla crescita del valore aggiunto (+14% tra il 2000 e il 2001 e +28,2% nel quadriennio) congiunta ad una crescita occupazionale più contenuta (+5,9% tra il 2000 e il 2001 e +26,2% tra 1998 e 2001). Lungo il quadriennio in esame il 57,5% delle imprese ha registrato una diminuzione della produttività, poco più del 56,3% della media settoriale, mentre il 39,7% del campione, rispetto al 41,7% della media dell'area delle bevande, ha aumentato la pro-



duttività ad un tasso superiore al doppio della media. Il confronto manifatturiero ha ridotto la produttività del 6,1%, a causa della contrazione verificatasi nell'ultimo biennio. La posizione finanziaria evidenzia una situazione di eccezionalità: l'incremento quadriennale dell'indice di leverage si attesta su +90,2 punti percentuali, di cui 69,7 nel solo biennio 1999-2000, la crescita più sostenuta tra tutte le dimensioni di impresa. Tale dinamica fa sì che nel 2001 l'ammontare dell'indebitamento finanziario sia superiore al doppio del capitale proprio, con un leverage pari a 265%. L'analisi più dettagliata del campione conferma lo squilibrio, con il 66,7% di imprese che denota valori di leverage superiori alla soglia di rischio (150%) rispetto al 45,3% della media settoriale, mentre solo il 26,7% del campione, una percentuale più contenuta del 32,8% della media del settore, denota valori di indebitamento inferiori al capitale proprio. Più prudente è invece la situazione degli altri settori industriali, il cui leverage si mantiene circa costante e sotto la parità.

Il maggior ricorso all'indebitamento finanziario può aver influito negativamente sulla redditività operativa delle imprese minori, che tra il 1998 e il 2001 perde 6,4 punti percentuali, assestandosi nel 2001 su un contenuto +3,6%. Nonostante la performance negativa di quest'ultimo anno, è solo il 21,4% delle imprese, rispetto al 20,6% della media settoriale, che fa registrare margini operativi netti negativi. Un ROI industriale netto superiore al 20% fa capo solo al 7,1% del campione delle imprese minori, una percentuale decisamente più ridotta del 14,3% della media dell'area bevande piemontese. Il benchmark mantiene invece una redditività operativa sostanzialmente stabile e oscillante intorno al 12%.

Il ROE è soggetto ad un andamento più discontinuo in entrambe i raggruppamenti, sebbene il settore delle bevande si posizioni sempre su valori medi dell'indice inferiori. Le imprese minori produttrici di bevande mostrano una crescita di redditività del capitale proprio di 3,5 punti percentuali, giustificati in gran parte dall'aumento di 4,1 punti percentuali dell'ultimo biennio. Il recupero di redditività è tale da ottenere nel 2001 un ROE del 4,4%, riducendo così il gap tra i due settori da 4,2 a 2,6 punti percentuali. Il confronto con la redditività media del capitale proprio del settore delle bevande evidenzia l'inferiorità di performance delle imprese minori: solo il 15,2% del campione ottiene un ROE superiore al 10% (media settoriale 21,5% delle imprese), mentre il 37,9% delle imprese consegue un risultato netto negativo (rispetto al 27,7% della media).

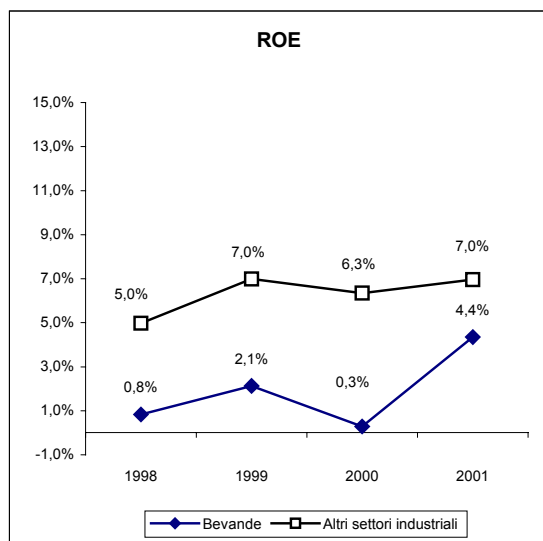
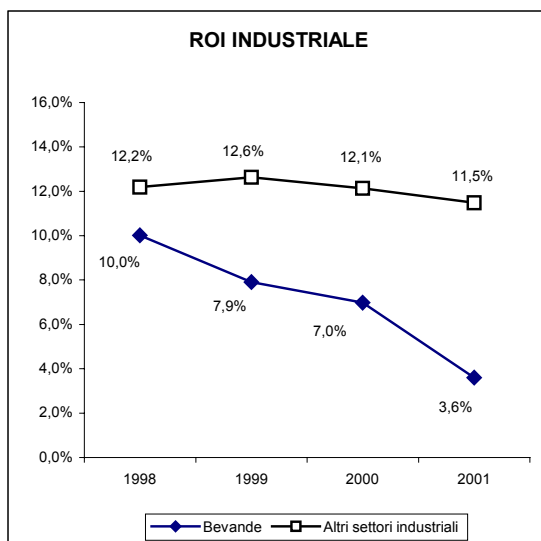
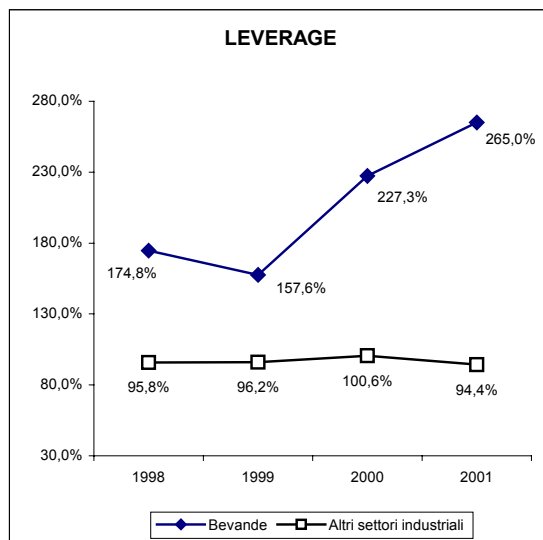
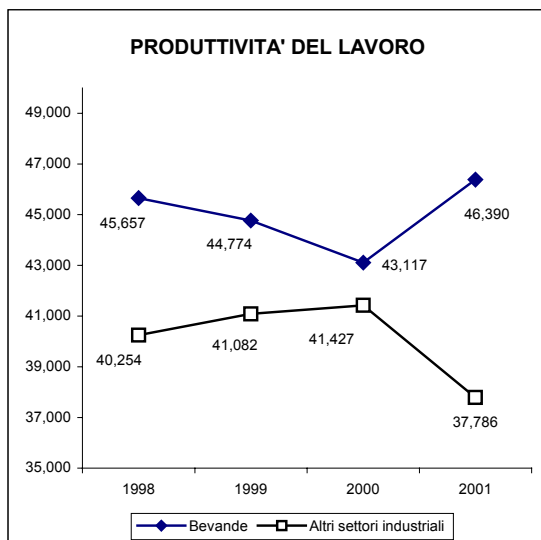
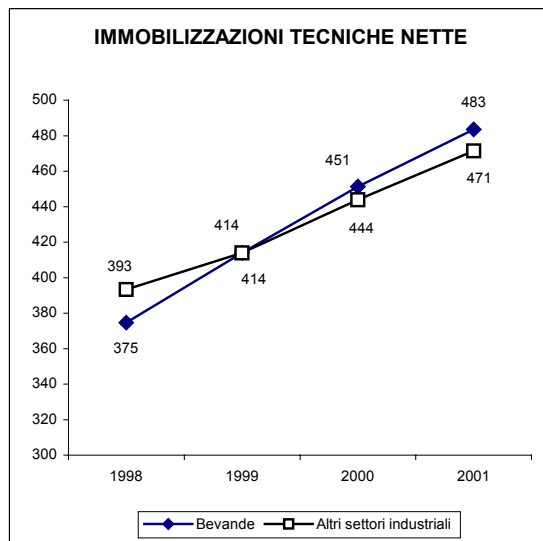
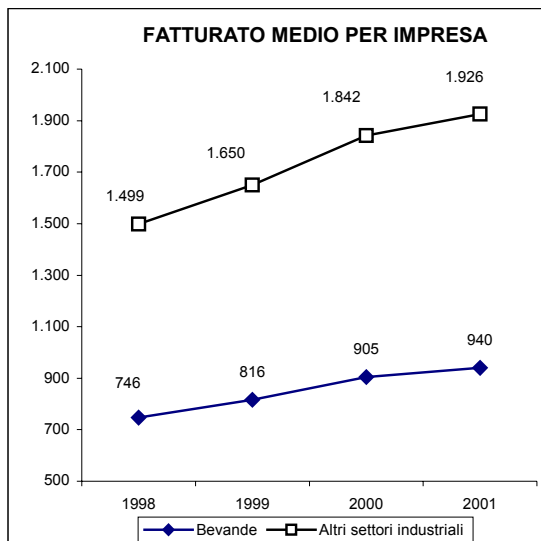


Figura 1: Indicatori di bilancio per le imprese minori

#### 4.2 *Le piccole imprese*

Le piccole imprese piemontesi operanti nella produzione di bevande hanno conseguito performance migliori lungo il quadriennio sia in termini di indicatori di sviluppo sia in termini di redditività.

Il fatturato evidenzia una crescita complessiva del 16,9%, più accentuata nell'ultimo biennio (+7,9%), ma inferiore all'incremento quadriennale del benchmark industriale (+23%). Tuttavia l'ammontare medio delle vendite dei due raggruppamenti riesce a mantenersi su valori confrontabili. Tra il 1998 e il 2001 il 29,5% delle piccole imprese campione denota un aumento delle vendite superiore al doppio della media, una percentuale più ridotta rispetto al 33,8% della media settoriale, mentre le piccole imprese che riducono il proprio giro d'affari sono in linea con l'andamento medio del settore, intorno al 36% del campione.

A differenza di tutti gli altri settori, le piccole imprese del settore delle bevande sono caratterizzate da valori di immobilizzazioni tecniche nette sempre superiori ai valori medi degli altri settori industriali. I tassi di crescita quadriennali degli immobilizzi evidenziano una politica di investimento meno accentuata per il comparto delle bevande (rispettivamente +15,3% e +19,5%), che anzi evidenzia una contrazione nell'ultimo biennio (-2,3%). Mentre la percentuale di imprese che riduce l'ammontare di immobilizzazioni tecniche nette tra il 1998 e il 2001 è in linea con la media settoriale (circa il 36,5% del campione), le imprese che le aumentano ad un tasso superiore al doppio della media sono il 34,1% del campione rispetto al 41,3% della media del settore.

La produttività del lavoro denota l'incremento più significativo tra tutte le dimensioni aziendali, con una crescita del 14,9%: nonostante la lieve contrazione del biennio 2000-2001 (-1,9%), nel 2001 le piccole imprese hanno ottenuto 60.618 Euro di valore aggiunto per dipendente. Tale dinamica scaturisce da un aumento quadriennale del valore aggiunto del 34% e dell'occupazione del 16,6%, sebbene quest'ultima sia imputabile esclusivamente all'ultimo biennio e sia causa della conseguente lieve flessione produttiva. Il trend positivo è confermato sia dal 50% delle piccole imprese che nel quadriennio aumentano la produttività del fattore lavoro ad un tasso superiore al doppio della media rispetto al 41,7% delle imprese produttrici di bevande, e sia dal 47,7% del campione,

più contenuto rispetto al 56,3% della media settoriale, la cui produttività diminuisce. Gli altri settori industriali mostrano invece una riduzione di produttività del lavoro pari al 4,5%.

L'analisi della posizione finanziaria evidenzia il miglioramento della solidità patrimoniale: dopo un aumento di 12,8 punti percentuali nel primo biennio, i produttori di bevande hanno saputo riposizionarsi su valori più equilibrati dell'indice di leverage, che segna una riduzione complessiva di 7,1 punti percentuali. Nel 2001 l'indice si è assestato intorno al 122%: tale posizione deriva dal 40,7% delle imprese con leverage eccedente la soglia di rischio ( $>150\%$ ), inferiore al 45,3% della media settoriale, e dal 25,9% del campione (più contenuto del 32,8% della media dell'intero settore) che invece limita l'indebitamento finanziario a valori inferiori al capitale proprio. Il confronto manifatturiero si mantiene invece su valori di leverage costanti nell'ordine del 115% e inferiori alla performance dell'industria delle bevande.

Nell'ambito della redditività, le piccole imprese sono state capaci di migliorare la propria posizione, riducendo il gap che le separava dagli altri settori industriali.

Il ROI industriale netto cresce complessivamente di 5 punti percentuali e di ben 3 punti percentuali nell'ultimo biennio. Nel 2001 la redditività operativa media mostra un valore pari a 8,9% ed è interessante notare che il 14,8% delle imprese vanta un ROI industriale netto superiore al 20% rispetto al 14,3% della media settoriale. Tuttavia il 25,9% delle piccole imprese, rispetto al 20,6% dell'intero settore, non riesce a ottenere margini operativi netti positivi. Il benchmark manifatturiero mostra una riduzione dell'indice reddituale di 1,7 punti percentuali, imputabili soprattutto all'ultimo biennio.

Anche la redditività operativa è in crescita e ad un tasso superiore al benchmark (rispettivamente +3,9% e +1,6%), tale da dimezzare il gap che divideva le due traiettorie. Nel 2001 il ROE si assesta su un valor medio del 6,8%, frutto di una considerevole performance. Infatti, nonostante il contenuto valor medio, il 25% delle piccole imprese vanta una redditività del capitale proprio superiore al 10% rispetto al 21,5% della media settoriale, mentre solo il 20% del campione, una percentuale inferiore al 27,7% della media del settore di produzione delle bevande, consegue un risultato netto negativo.

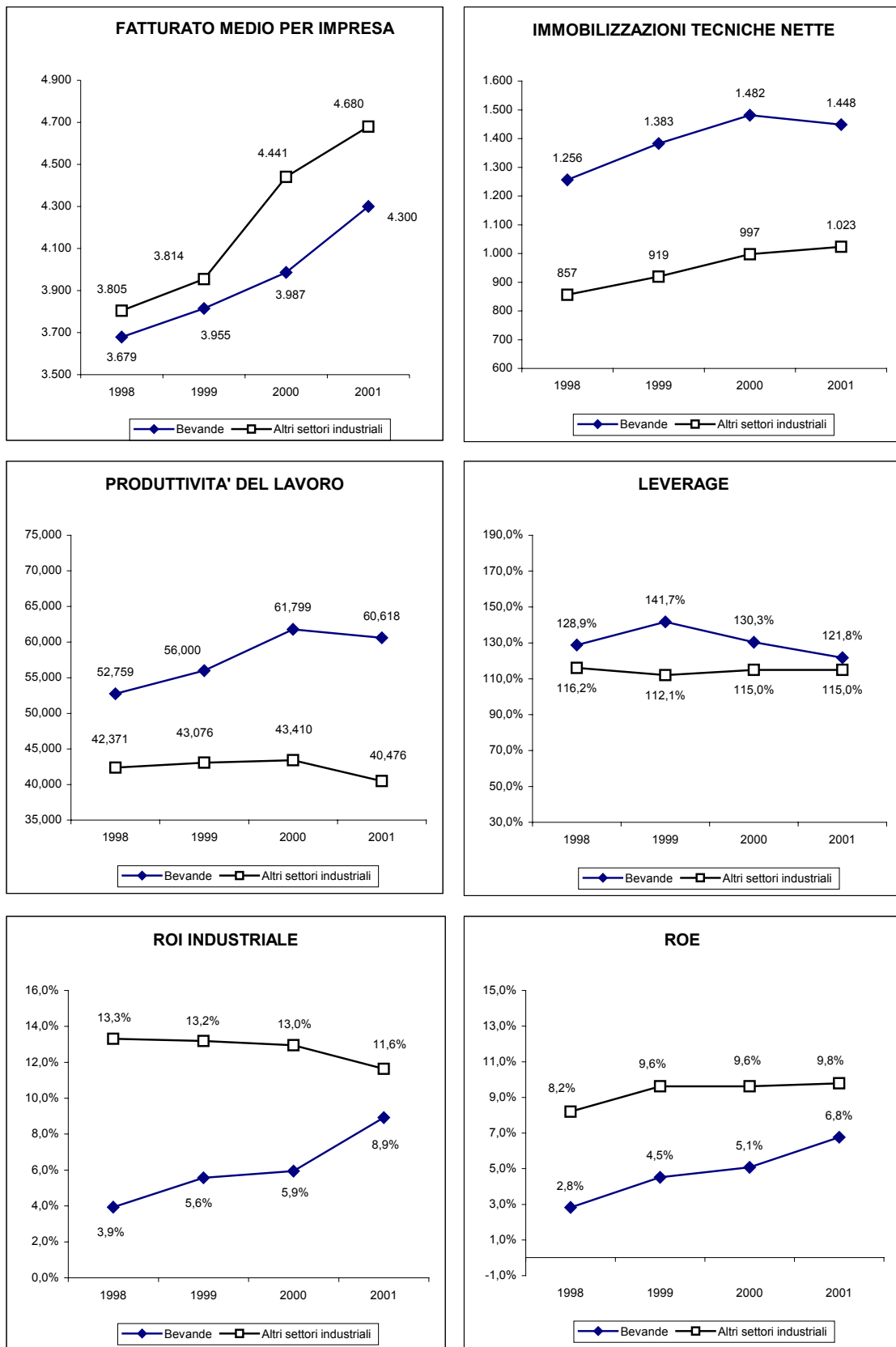


Figura 2: Indicatori di bilancio per le piccole imprese

### 4.3 *Le medie imprese*

Gli indicatori di situazione economico finanziaria qui esposti delineano una situazione piuttosto difficile per le media imprese dell'area piemontese delle bevande: infatti, sia gli indicatori di sviluppo sia le performance reddituali si confermano inferiori al benchmark e in progressivo peggioramento.

Per quanto concerne l'andamento delle vendite, le medie imprese sono le uniche tra tutte le dimensioni d'impresa a segnare una contrazione del fatturato: la perdita più consistente si manifesta nel biennio 1999-2000 con una riduzione del 6,4%, parzialmente compensata dal successivo incremento del 2,4%. Il confronto tra i valori del 1998 e del 2001 conferma la diminuzione del giro d'affari: il 52,4% delle imprese vede infatti ridursi il proprio fatturato, rispetto al 36,9% della media settoriale, mentre la percentuale di imprese le cui vendite crescono ad un tasso superiore al doppio della media sono in linea con la media del settore (circa il 33,5%). Le medie imprese degli altri settori industriali registrano invece un aumento del fatturato del 16,6%, con valori medi sempre più elevati.

Anche dal lato degli investimenti, le medie imprese conseguono la peggior performance tra tutte le dimensioni d'impresa, con un aumento delle immobilizzazioni tecniche nette pari solo al 2,7%, peraltro derivante da un incremento del 5,6% nel primo biennio e da una successiva politica volta alla dismissione. Rispetto ai valori del 1998, nel 2001 il 61,9% delle imprese denota una riduzione delle immobilizzazioni tecniche nette, una percentuale decisamente superiore al 36,9% evidenziato dalla media settoriale, mentre il 23,8% del campione incrementa gli immobilizzi ad un tasso superiore al doppio della media, meno del 41,3% della media settoriale. Il benchmark manifatturiero mostra una dinamica crescente, con un aumento complessivo degli immobilizzi del 13,3%.

L'analisi della produttività del fattore lavoro comporta un'altra criticità: per quanto i valori medi del settore delle bevande siano sempre superiori all'andamento del confronto industriale, le medie imprese mostrano la peggior performance tra le dimensioni d'impresa, con una perdita di produttività del 12,9%. La dinamica consegue dalla contrazione del valore aggiunto (-12,7% nel quadriennio) e dall'aumento occupazionale del triennio 1999-2001 (+6,7% tra 1999 e 2001 ma +0,2% nel quadriennio). Nel 2001 comunque la produttività del lavoro si assesta su 52.153 Euro di valore aggiunto per di-

pendente. La variabilità con cui è ottenuta la performance quadriennale è elevata: il 61,9% delle imprese riduce la produttività tra il 1998 e il 2001 rispetto al 56,3% della media settoriale, mentre il 38,1% del campione riesce ad incrementarla ad un tasso superiore al doppio della media, percentuale di poco inferiore al 41,7% della media del settore delle bevande. Gli altri settori industriali contengono invece la contrazione di produttività dell'intero quadriennio intorno al 6%.

Risulta invece positivo il quadro che emerge dall'analisi della posizione finanziaria: l'indice di leverage è diminuito di 24,5 punti percentuali, la diminuzione più consistente se confrontata con le altre dimensioni d'impresa, anche se nell'ultimo biennio si è assistito ad una crescita di 14,5 punti percentuali. Nel 2001 il leverage si assesta intorno al 153%, in corrispondenza quindi della soglia di rischio. L'analisi dei dati disaggregati rivela una tendenza inattesa: infatti, nonostante l'elevato valor medio, solo il 41,2% delle imprese mostra valori di leverage che eccedono la soglia di rischio, una percentuale inferiore al 45,3% della media settoriale. Le imprese che invece mantengono il livello di indebitamento finanziario sotto il valore del capitale proprio sono il 41,2% del campione, un risultato superiore al 32,8% della media del settore. Il confronto manifatturiero si mantiene invece su valori intorno al 115%.

La redditività aziendale appare invece meno soddisfacente: il ROI industriale netto perde complessivamente 3,8 punti percentuali, collocandosi nel 2001 su un valore pari all'1,8%, aumentando così il divario prestazionale nei confronti degli altri settori industriali, la cui perdita reddituale è più contenuta (-1,6%), ma che soprattutto godono di valori dell'indice superiori all'11%. L'analisi del 2001 rivela tuttavia una variabilità in linea con la media: l'11,8% del campione denota valori di ROI industriale netto superiori al 20% mentre margini operativi netti sono conseguiti dal 17,6% delle imprese, una percentuale inferiore al 20,6% della media settoriale.

La redditività del capitale proprio mostra nuovamente la peggior performance tra tutte le dimensioni d'impresa, con una diminuzione di mezzo punto percentuale, imputabile completamente all'ultimo biennio. Nel 2001 il ROE si assesta intorno al 3,8%, inferiore alla metà della redditività del settore di confronto: tuttavia il 27,8% delle imprese denota valori dell'indice superiori al 10% rispetto al 21,5% della media settoriale e solo il 16,7% del campione, rispetto al più consistente 27,7% della media del settore di produzione delle bevande, consegue risultati netti negativi.

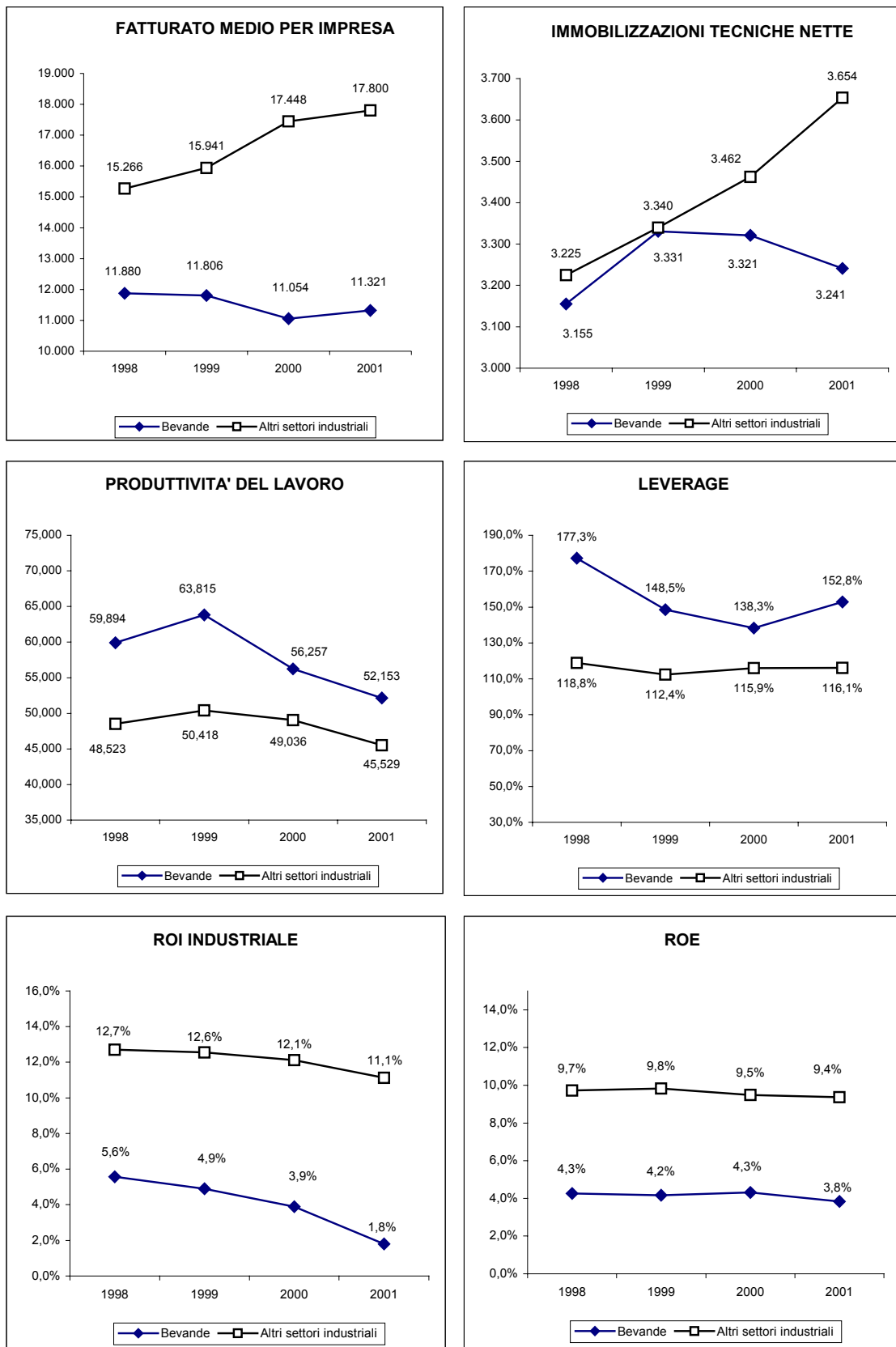


Figura 3: Indicatori di bilancio per le medie imprese



#### 4.4 *Le grandi imprese*

La situazione economico finanziaria delle grandi imprese del settore piemontese delle bevande appare in buona evoluzione, soprattutto per quanto concerne la posizione finanziaria e la redditività aziendale.

Il trend di crescita del fatturato è in linea con quello del confronto manifatturiero (rispettivamente +16,1% e +14,2%), sebbene l'incremento più significativo si sia verificato nel primo biennio (+8,9%). Se si confronta il valor medio delle vendite del 1998 con quello del 2001 si evince che tutte le imprese del campione hanno aumentato il livello del fatturato; in particolare, il 16,7% delle imprese l'ha aumentato ad un tasso superiore al doppio della media, una percentuale comunque inferiore al 33,8% evidenziato dalla media settoriale.

Sul fronte degli investimenti, le imprese delle bevande denotano il medesimo tasso di crescita delle immobilizzazioni tecniche nette del benchmark, pari a +12,1%. Particolarmente sostenuta è la dinamica dell'ultimo biennio, dove si evidenzia una crescita dell'8,8%, sebbene il valore medio degli immobilizzi sia circa la metà di quello degli altri settori industriali. La propensione a investire è più elevata delle altre dimensioni aziendali: infatti, tra il 1998 e il 2001, il 50% delle grandi imprese produttrici di bevande aumenta il valore delle immobilizzazioni tecniche nette ad un tasso superiore al doppio della media, rispetto al 41,3% della media settoriale, mentre le imprese che le riducono sono il 33,3% del campione (valor medio del settore 36,9%).

La produttività del fattore lavoro mostra un andamento discontinuo, in contrapposizione al costante incremento degli altri settori industriali: nel 2001 il valor medio della produttività del lavoro si attesta su 80.638 Euro di valore aggiunto per dipendente, in lieve crescita rispetto al livello del 1998 (+1,8%). Tale dinamica è imputabile alla politica occupazionale, che vede nel biennio 1999-2000 una crescita del 24,4% e negli altri due bienni una lieve diminuzione (variazione quadriennale +19,5%), mentre il valore aggiunto vanta un incremento quadriennale del 21,7% (ma solo del 4,7% nel biennio centrale). Un'analisi più dettagliata del comparto evidenzia l'inferiorità di performance rispetto alla media: tra il 1998 e il 2001, l'83,3% delle grandi imprese ha ridotto la produttività del lavoro rispetto al 56,3% della media settoriale mentre un aumento superiore al doppio della media è stato raggiunto solo dal 16,7% del campione rispetto al 41,7%

dell'intera area delle bevande.

La posizione finanziaria, che già si rivelava soddisfacente, ha visto un'ulteriore diminuzione complessiva di 14,9 punti percentuali, tale da collocare nel 2001 il leverage su un valor medio del 53,6%. Il contenuto livello di indebitamento finanziario rispetto all'ammontare del capitale proprio è confermato dall'analisi più dettagliata dei dati 2001: il 60% delle imprese ricorre ad un debito finanziario inferiore al livello del capitale proprio rispetto al 32,8% della media settoriale, mentre una posizione squilibrata (>150%) è ottenuta dal 20% del campione, rispetto al 45,3% della media dell'area delle bevande. Il confronto manifatturiero denota invece una crescita del leverage di 7,8 punti percentuali, tale comunque da non far eccedere all'indice il livello di parità.

Il quadro fornito dalla redditività aziendale e del capitale proprio è incoraggiante e in entrambi i casi gli incrementi quadriennali sono i più sostenuti tra tutte le dimensioni di impresa.

Il ROI industriale netto è cresciuto nel quadriennio di 9,9 punti percentuali raggiungendo nel 2001 un valore del 15,4%, superiore anche alla performance del raggruppamento di confronto, la cui redditività operativa diminuisce nell'ultimo biennio di 2,3 punti percentuali. Un'analisi più approfondita del campione rivela che nel 2001 nessuna impresa di grande dimensione ha conseguito un risultato operativo netto negativo e che il 40% di esse ha invece ottenuto un ROI industriale netto superiore al 20% rispetto al 14,3% della media settoriale.

Anche il trend di crescita della redditività del capitale proprio è considerevole e pari a 8,6 punti percentuali, nonostante l'assenza di crescita del biennio 1999-2000. La dinamica crescente opposta alla contrazione del benchmark, più accentuata nell'ultimo biennio, consente la riduzione del gap prestazionale da 11 a 1,5 punti percentuali. Nel 2001 il ROE delle grandi aziende produttrici di bevande è pari al 9,7%: la performance deriva dal 50% di imprese che denotano una redditività superiore al 10% rispetto al 21,5% della media settoriale mentre non vi è alcuna impresa che consegua risultati netti negativi.

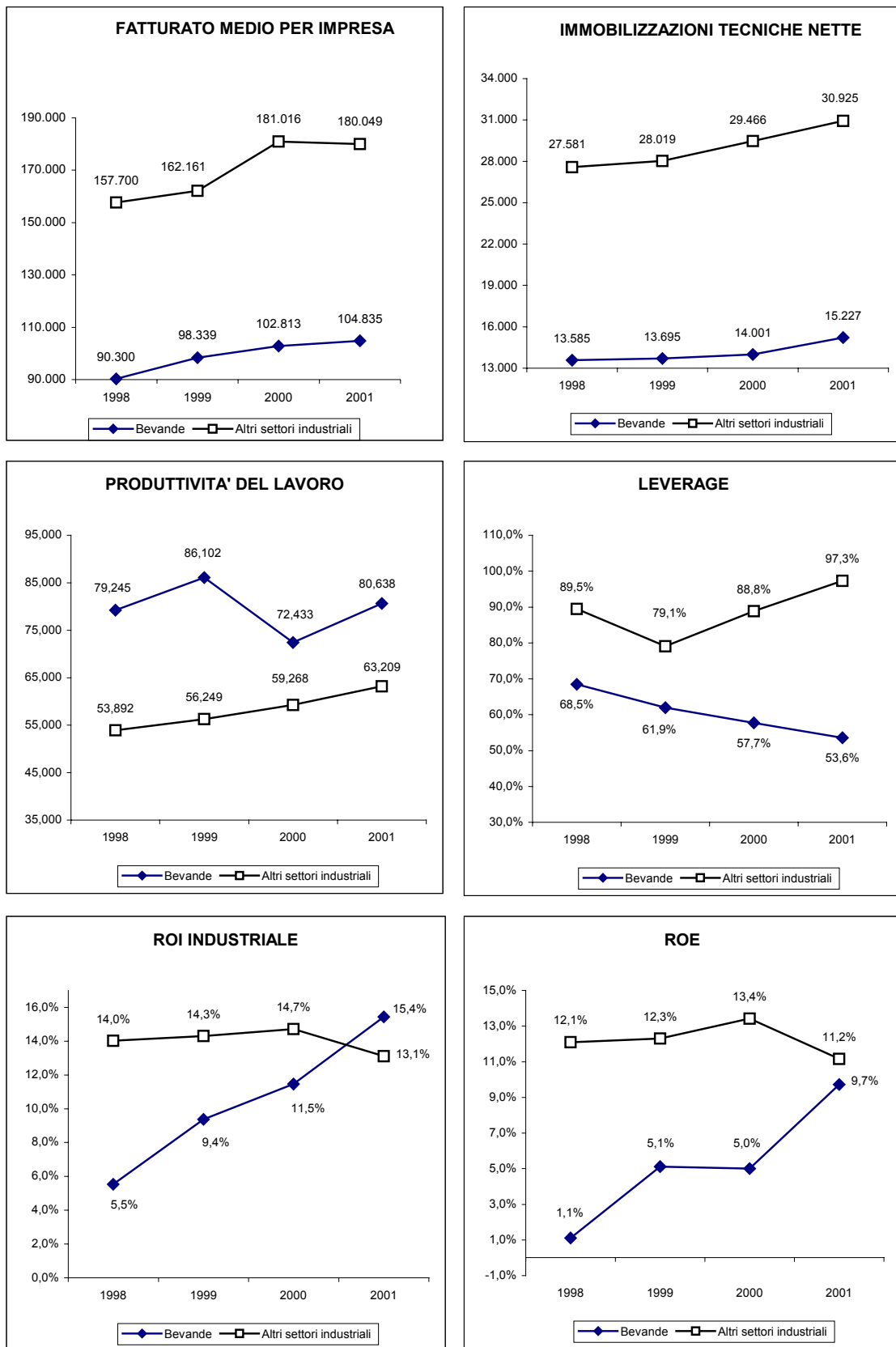


Figura 4: Indicatori di bilancio per le grandi imprese

#### 4.5 *I produttori di acque minerali, birra e bibite*

Gli indicatori economico-finanziari di questo comparto evidenziano un notevole incremento del fatturato e un miglioramento della posizione reddituale, insieme ad una situazione finanziaria scostante. È opportuno evidenziare come a questo comparto appartengano quei produttori d'acqua piemontesi che nel quadriennio hanno visto il proprio fatturato crescere ad un tasso decisamente superiore alla media, rafforzando anche l'ammontare del capitale proprio. Le dinamiche degli indici sono quindi influenzate dall'eccezionalità di tali andamenti aziendali.

Il fatturato denota, infatti, un aumento del 79,4%, particolarmente accentuato negli ultimi due bienni (rispettivamente +24,7% e +35,6%). Il confronto tra l'ammontare delle vendite del 1998 e del 2001 rivela che il 46,2% delle imprese aumenta il fatturato ad un tasso superiore al doppio della media del comparto, una percentuale comunque più consistente del 33,8% della media settoriale mentre le imprese che contraggono il giro d'affari sono il 30,8% del campione rispetto al 36,9% della media del settore.

L'analisi di bilancio rivela anche una buona crescita delle immobilizzazioni tecniche nette, superiore al trend dell'intero settore (rispettivamente +18,1% e +12,6%) e particolarmente significativa nel primo biennio (+11,1%). Il confronto tra 1998 e 2001 fa emergere che il 46,2% delle imprese del settore delle bevande ha aumentato gli immobilizzi ad un tasso superiore al doppio della media, rispetto al 41,3% della media settoriale, mentre si è verificata una riduzione degli immobilizzi nel 30,8% del campione rispetto al 36,9% evidenziato dall'intero settore.

La produttività del lavoro appare in ripresa e realizza la crescita più consistente di tutti i comparti pari a +36,9%, principalmente imputabile al primo biennio (+23,3%). Tale crescita consegue dall'incremento del valore aggiunto del 115,3% nel quadriennio, di cui il 40,6% nel biennio 1998-1999, mentre l'occupazione cresce complessivamente del 57,3%. Tuttavia, nonostante l'elevata performance solo il 38,5% delle imprese incrementa la produttività ad un tasso superiore al doppio della media rispetto al 41,7% della media settoriale mentre la percentuale di imprese che denotano una diminuzione produttiva del lavoro è del 53,8%, in linea con il 56,3% della media del settore.

Il grado di indebitamento finanziario migliora nell'ultimo biennio, raggiungendo nel 2001 un valore di leverage del 165,5%. Per quanto il valore appartenga al range di ri-

schio, nel 2001 solo il 40% delle imprese denota un indice superiore al 150% rispetto al 45,3% della media del settore. Il 20% del campione denota invece valori di indebitamento finanziario inferiore al capitale proprio, una performance ovviamente meno soddisfacente rispetto al 32,8% della media settoriale.

La redditività aziendale mostra un consistente trend di crescita. Il ROI industriale netto nel 1998 si collocava su un valor medio addirittura negativo ma nel quadriennio si è verificata una crescita di 15 punti percentuali, la tendenza più accentuata tra tutti i comparti dell'area delle bevande. Nonostante l'assenza di crescita nel biennio 1999-2000, nel 2001 la redditività operativa si colloca su un valor medio del 11,1%, superiore alla redditività dell'intero settore. L'analisi dei dati 2001 rivela che il 20% delle imprese denota un ROI industriale netto del 20% rispetto al 14,3% della media settoriale, mentre il 20% del campione, in linea con la tendenza della media, ottiene un risultato operativo netto negativo.

Anche la redditività del capitale proprio evidenzia un trend di crescita superiore alla tendenza degli altri comparti, in aumento nel quadriennio di 12,3 punti percentuali. Nel 2001 il valor medio del ROE si è assestato intorno al 5%, ma va evidenziato come il comparto abbia saputo invertire la tendenza che nel 1998 comportava un ROE negativo di 7,3 punti percentuali. L'analisi della variabilità di performance del 2001 fa risaltare che il 12,5% delle imprese gode di un ROE superiore al 10%, percentuale di imprese comunque inferiore al 21,5% della media settoriale, mentre le imprese con risultato netto negativo sono circa in linea con la media settoriale (rispettivamente 25% e 27,7% delle imprese).

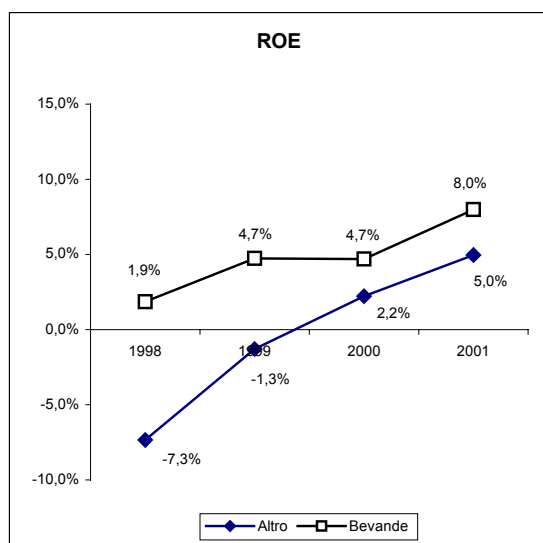
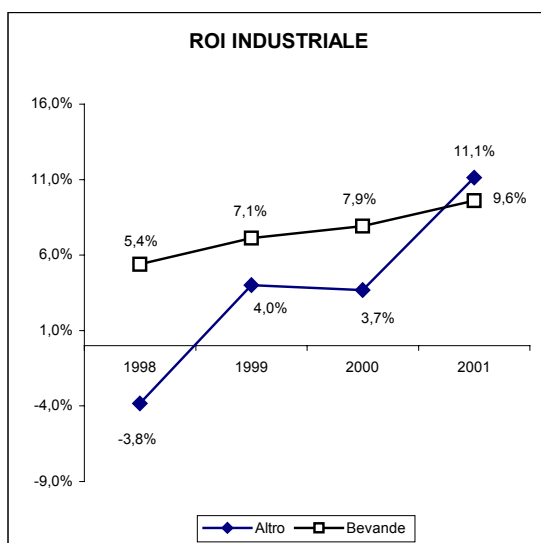
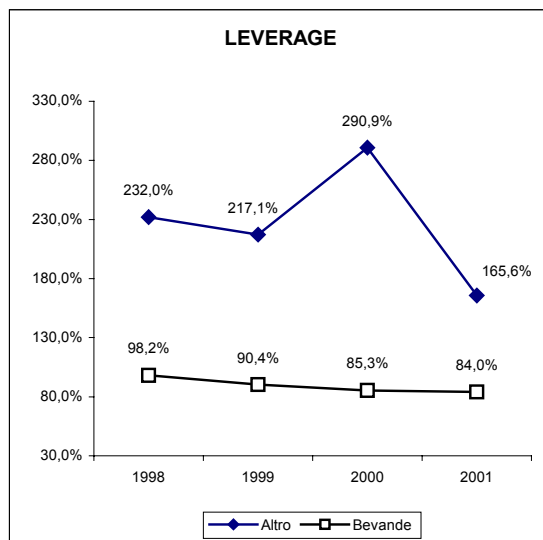
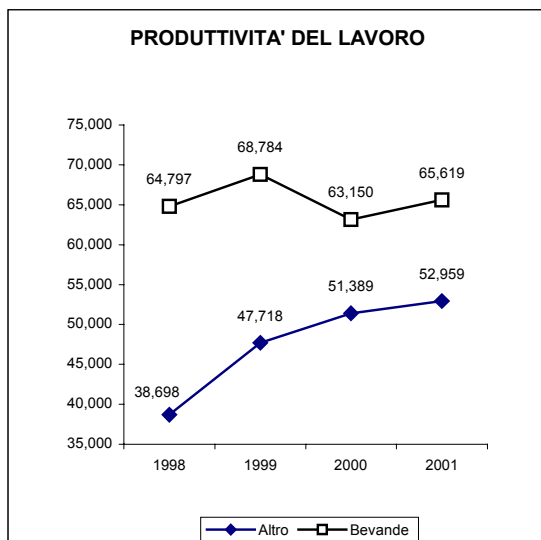
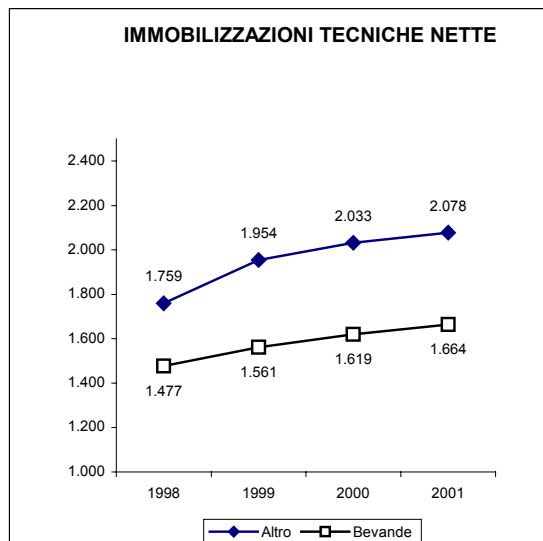
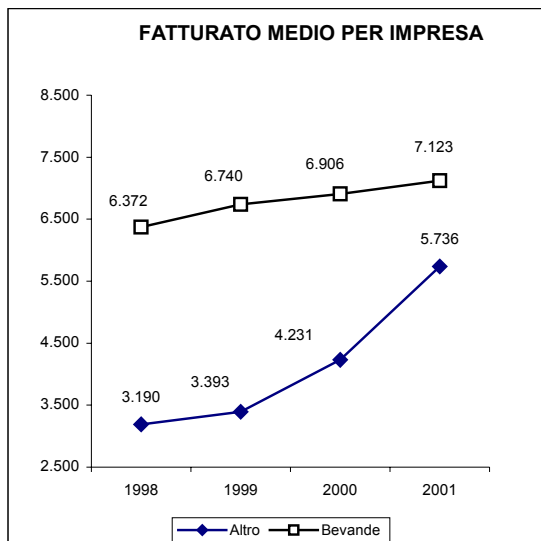


Figura 5: Indicatori di bilancio per il raggruppamento altro

#### 4.6 *Le cantine sociali*

La situazione economico finanziaria delle cantine sociali esula dalle dinamiche tradizionali per il fatto che la forma giuridica è quella delle società cooperative a responsabilità limitata. In merito alla posizione reddituale, ad esempio, le società cooperative sono affette dalla clausola di non lucratività, peraltro ribadita dalla legge delega del 3 ottobre 2001 n.366 per cui valori bassi di ROE e ROI non vanno interpretati come segno di un mercato debole, quanto di un livello dei prezzi adeguato alla struttura dei costi interna.

Le vendite seguono il trend di crescita dell'intero settore delle bevande (rispettivamente +10,2% e +11,8%), segno del grande rilievo che le cantine sociali ricoprono nel mercato del vino piemontese. Il confronto dell'ammontare medio delle vendite del 1998 e del 2001 rivela una situazione più delicata: il 54,3% delle cooperative riduce il fatturato rispetto al 36,9% della media settoriale, mentre un tasso di crescita superiore al doppio della media è evidenziato dal 21,7% del campione rispetto al 33,8% della media dell'intero settore delle bevande.

La crescita delle immobilizzazioni tecniche nette è sostenuta, la più elevata tra i vari comparti del settore e pari a +25,2%, il doppio del tasso di crescita dell'area bevande. È solo nell'ultimo biennio che si verifica una lieve diminuzione del livello di immobilizzi (-1,3%). La dinamica è confermata dal raffronto dei valori medi delle immobilizzazioni tecniche nette del 1998 e del 2001: il 52,2% delle cooperative denota una crescita ad un tasso superiore al doppio della media rispetto al 41,3% della media settoriale, mentre il 19,6% riduce gli immobilizzi rispetto al 36,9% della media settoriale.

I dati inerenti alla produttività del lavoro mostrano un calo del 7,3%, imputabili all'ultimo biennio dove si osserva una perdita del 9,2%. Sebbene il valore aggiunto sia aumentato nel quadriennio dell'11,2% e del 7,8% nell'ultimo biennio, l'occupazione è aumentata del 19,9% nei quattro anni considerati ma del 18,7% solo nell'ultimo biennio. Il raffronto tra le produttività del lavoro del 1998 e del 2001 conferma la criticità, con il 61,4% delle cooperative che ha ridotto nel quadriennio la produttività rispetto al 56,3% della media settoriale, mentre un aumento superiore al doppio della crescita media è raggiunto dal 38,6% del campione, dato leggermente inferiore al 41,7% della media settoriale. La forbice che separa i valori della media della produttività del lavoro delle cantine sociali dall'intero settore non è imputabile ad una minor produttività del

comparto in esame ma deriva da livelli di valore aggiunto molto contenuti: la clausola di non lucratività comporta infatti il pareggio tra costi e ricavi.

Il quadriennio ha visto anche un aumento dell'indebitamento finanziario: se nel 1998 il comparto si posizionava sul medesimo valore di leverage del settore piemontese delle bevande, la forbice si è ampliata nel tempo a discapito delle cantine sociali, che nel 2001 mostrano un valor medio di leverage del 132,6%, in crescita di 33,7 punti percentuali. Tale crescita si dimostra la più consistente tra tutti i comparti e fa capo all'aumento di 21 punti percentuali dell'ultimo biennio. L'analisi dei dati 2001 rivela che il 41,2% del campione si posiziona su valori di leverage eccedenti la soglia di rischio (>150%) rispetto al 45,3% della media settoriale, mentre un valore di indebitamento finanziario inferiore al capitale proprio è dato dal 23,5%, una percentuale di imprese inferiore al 32,8% della media del settore.

Come evidenziato in precedenza, la redditività operativa del comparto cantine sociali è molto contenuta, ma tale comunque da ottenere sempre mediamente un risultato operativo netto positivo. A differenza degli altri comparti che nel quadriennio mostrano un incremento del ROI industriale netto, le cantine sociali evidenziano una riduzione di un punto percentuale, con un valore dell'indice nel 2001 pari a 0,5%. Un'analisi dettagliata dei dati 2001 fa emergere che nessuna cooperativa ottiene, ovviamente, valori di ROI industriale netto superiori al 20%, ma che addirittura il 41,2% del campione, rispetto al 20,6% della media settoriale, non riesce ad ottenere un risultato operativo netto positivo. La redditività del capitale proprio oscilla su valori poco superiori allo zero ed è indice di un ottimo equilibrio tra costi e ricavi; è solo nel 2000 che le cooperative non sono riuscite mediamente a registrare un risultato netto positivo. L'ultimo biennio vede comunque una crescita di 1,2 punti percentuali tale da produrre un ROE medio dello 0,6%, facendo segnare una diminuzione quadriennale dell'indice di poco più di mezzo punto percentuale, a dispetto della generale tendenza degli altri comparti ad un incremento di redditività del capitale proprio. Nonostante il basso valor medio del 2001, il 5,3% del campione ottiene valori di ROE superiori al 10% mentre il 34,2% delle cooperative, rispetto al 27,7% della media del settore, non riesce a registrare un risultato netto positivo.



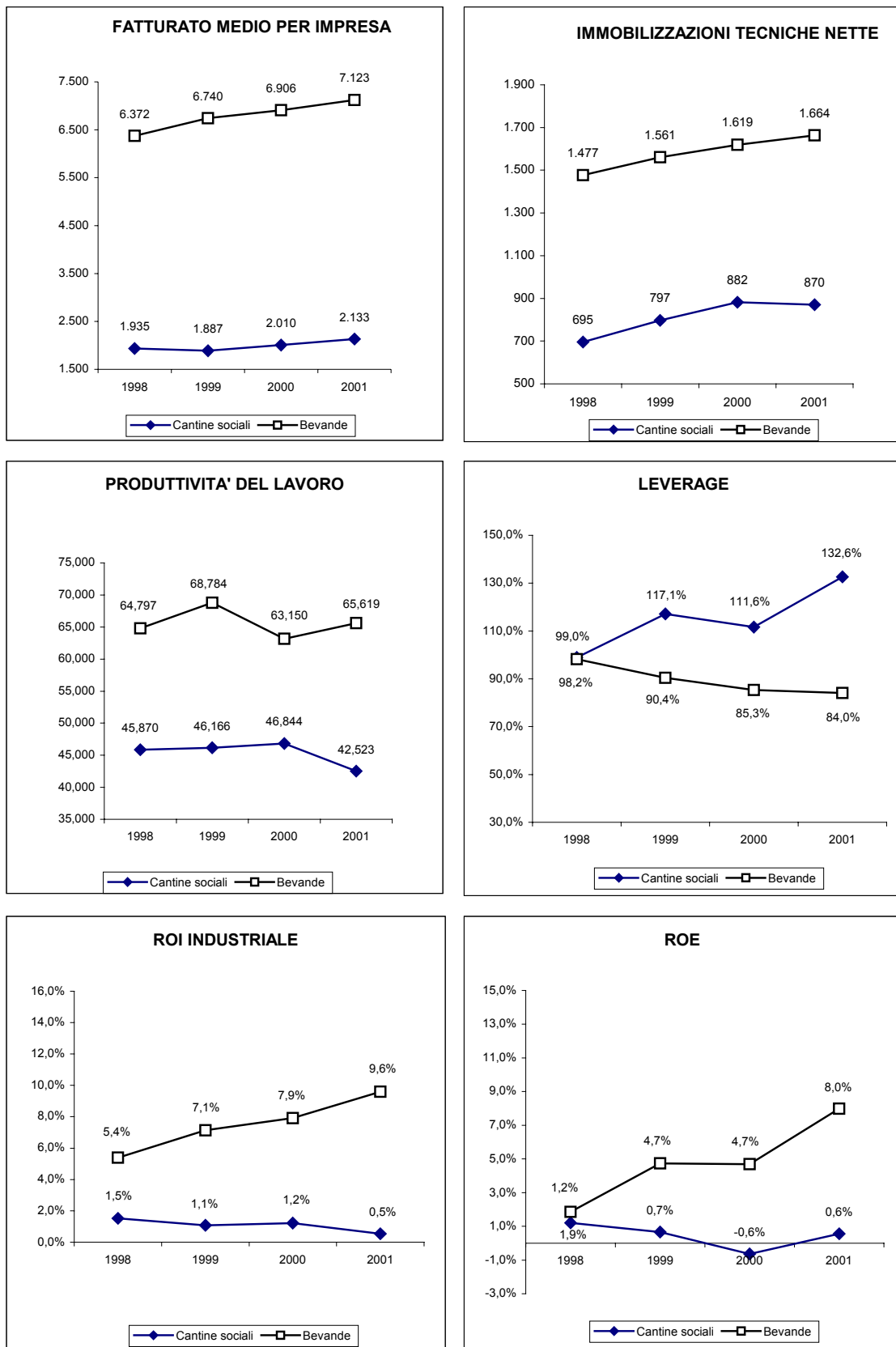


Figura 6: Indicatori di bilancio per le cantine sociali

#### 4.7 *Il comparto distilleria*

Il quadro che emerge in prima istanza dall'osservazione dell'evoluzione del comparto distilleria è quello di una area produttiva in crescita, con un fatturato consistente e in aumento, un indebitamento finanziario contenuto ed una redditività elevata e in costante aumento.

Dall'analisi del fatturato si evince innanzi tutto che l'ammontare medio delle vendite del comparto è più che doppio rispetto a quello del settore di produzione di bevande. Anche il trend di aumento delle vendite del comparto supera quello dell'intero settore (+14,8% e +11,8% rispettivamente), sebbene l'ultimo biennio mostri una leggera contrazione delle vendite (-1,3%). Il confronto tra il giro d'affari del 1998 e del 2001 conferma le attese: il 52,4% delle imprese incrementa il fatturato ad un tasso superiore al doppio della media rispetto al 33,8% della media settoriale, mentre una diminuzione delle vendite si ha solo nel 19% del campione, una percentuale modesta rispetto al 36,9% del settore.

La politica di investimento è orientata alla dismissione e si registra nel quadriennio una diminuzione del 5,9% delle immobilizzazioni tecniche nette, mentre tutti gli altri comparti evidenziano un aumento delle stesse. La contrazione più rilevante fa capo al biennio 1999-2000 dove si segnala una diminuzione del 7,7%. Infatti, il raffronto del valore delle immobilizzazioni tecniche nette del 1998 e del 2001 evidenzia che solo il 19% delle imprese ha aumentato gli immobilizzi ad un tasso superiore al doppio della media rispetto al 41,3% della media settoriale, mentre le imprese che registrano una diminuzione sono il 61,9% del campione rispetto al 36,9% della media dell'area delle bevande.

I dati provenienti dall'analisi della produttività del lavoro denotano una crescita del 18,8% e l'apporto più consistente a tale crescita perviene dal primo biennio (+17,1%). La spiegazione del trend è fornita dall'interazione tra variazione del valore aggiunto e dinamica delle politiche occupazionali. Il valore aggiunto è aumentato nel quadriennio del 28,5% e del 15% nel primo biennio; l'occupazione è invece aumentata solo dell'8,1% nel quadriennio mentre nel primo biennio è diminuita dell'1,8%. La superiorità di performance rispetto alla media settoriale non perviene solo dall'osservazione dei valori medi: il confronto tra la produttività del lavoro del 1998 e del 2001 rivela che il 57,9% delle imprese incrementa la produttività a tassi superiori al doppio della media ri-

spetto al 41,7% della media settoriale, mentre un rallentamento produttivo è dato dal 42,1% del campione rispetto al 56,3% della media del settore.

Nell'ambito della posizione finanziaria, l'indice di leverage, per quanto già contenuto, perde 21,7 punti percentuali collocandosi nel 2001 su un valor medio del 40,3%. Un'analisi più approfondita rivela che, nonostante il contenuto valor medio, il 37,5% dei produttori di distillati denota una posizione finanziaria squilibrata (leverage >150%), mentre il completare 62,5% di imprese ricorre all'indebitamento finanziario per un ammontare inferiore al valore del capitale proprio.

La redditività operativa del comparto è considerevole: se nel 1998 il ROI industriale netto era inferiore alla performance del settore, nel 2001 il comparto mostra un indice notevolmente superiore al valor medio generale, pari a 13,8%, con un aumento quadriennale di 10,7 punti percentuali. Indagando più approfonditamente i dati del 2001, si evidenzia che tutte le imprese ottengono margini operativi netti positivi e il 28,6% di queste denota valori di ROI industriale netto superiori al 20%, una percentuale di imprese esattamente doppia rispetto alla media settoriale.

Se nel 1998 il ROE del comparto distilleria era praticamente nullo, nel 2001 la redditività del capitale proprio è addirittura superiore alla media del settore, con un valore dell'indice del 10,5%. L'analisi puntuale dei dati 2001 evidenzia un comportamento uniforme alla media: il 29,4% delle imprese vanta valori di ROE superiori al 10% rispetto al 21,5% della media mentre un altro 29,4% del raggruppamento distilleria non riesce ad ottenere un risultato netto positivo, rispetto al 27,7% della media settoriale.

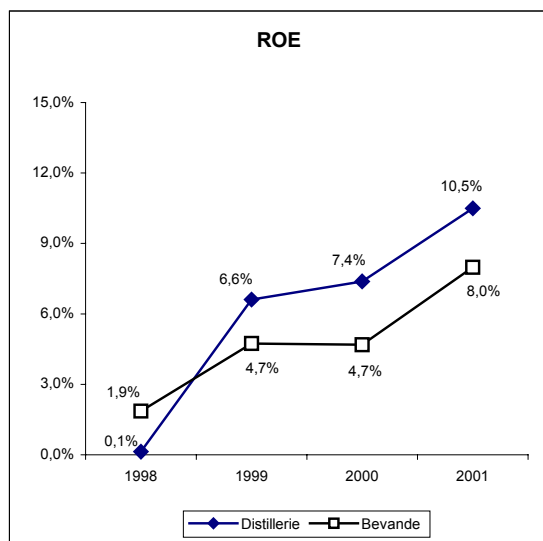
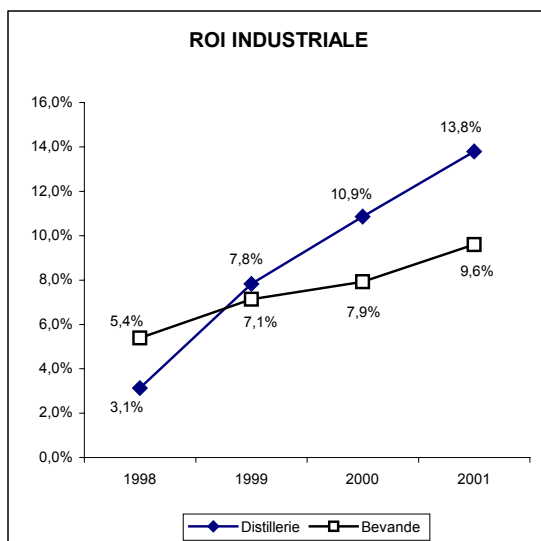
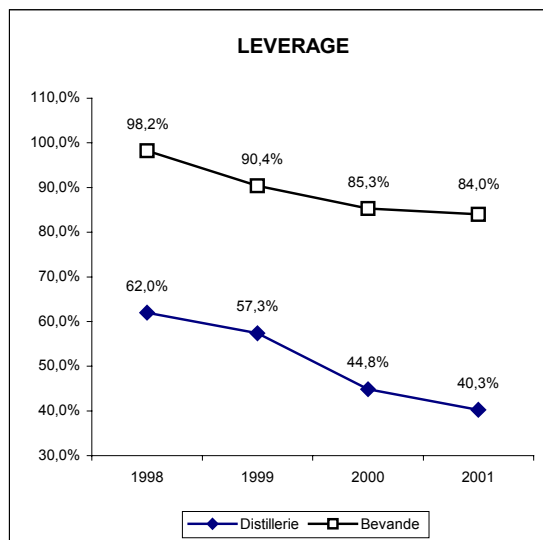
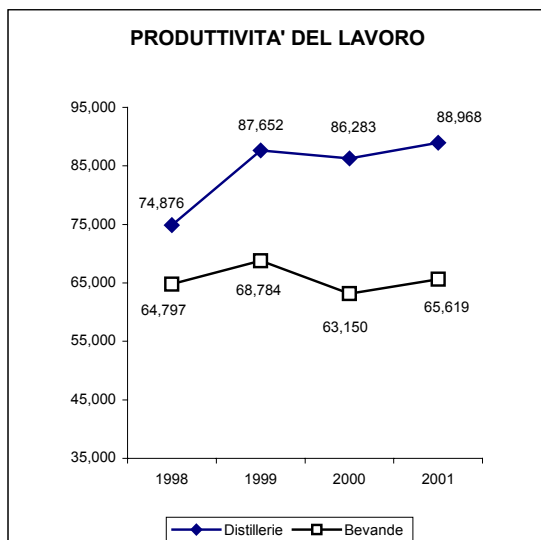
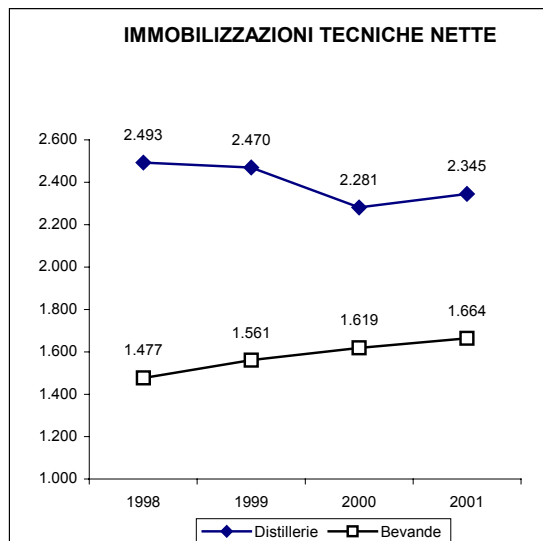
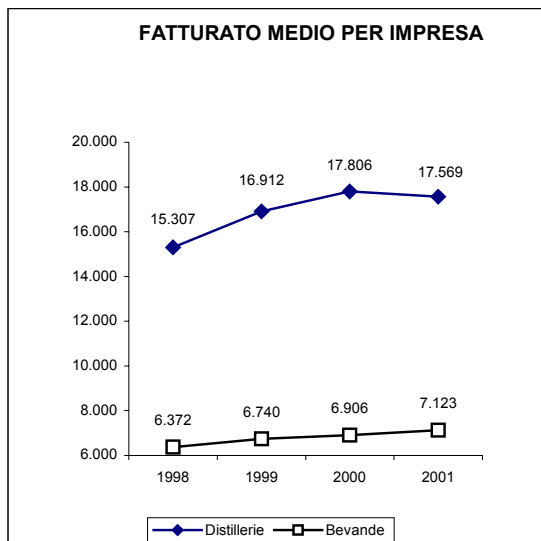


Figura 7: Indicatori di bilancio per il comparto distilleria

#### 4.8 *Le imprese produttrici di vino*

I produttori di vino mostrano una situazione economico finanziaria in crescita per quanto concerne gli indicatori di sviluppo, mentre la redditività recupera lo svantaggio rispetto al trend dell'intero settore delle bevande nell'ultimo biennio.

Il fatturato mostra il più ridotto incremento tra tutti i comparti del settore (+6,2%) e nel biennio 1999-2000 mostra una contrazione dell'1,2%, rispetto alla dinamica crescente del settore. L'ammontare medio delle vendite rimane comunque superiore per il comparto vino, sebbene il divario nel corso del quadriennio si sia ridotto. Il confronto tra i valori di fatturato del 1998 e del 2001 rivela una tendenza in linea con la media settoriale. Infatti, il 32,5% di produttori di vino riduce il fatturato rispetto al 36,9% della media del settore delle bevande, mentre il 33,8% del campione incrementa il livello delle vendite ad un tasso superiore al doppio della media, percentuale coincidente con l'andamento medio settoriale.

La politica di investimento in immobilizzazioni tecniche ha seguito il medesimo percorso sia per il comparto vini sia per il settore bevande, con un tasso lievemente più sostenuto per il comparto di produzione del vino (+16,1% rispetto al +12,6% del settore). Il confronto tra i valori di immobilizzazioni tecniche nette del 1998 e del 2001, rivela che il 41,3% ha ridotto il livello di immobilizzi rispetto al 36,9% della media settoriale, mentre una crescita ad un tasso superiore al doppio della media è stata evidenziata dal 40% del campione, in linea con il 41,3% della media dell'intero settore.

Se nel 1998 i valori di produttività del fattore lavoro dei due raggruppamenti erano sul medesimo livello, nel triennio successivo si evidenzia una dinamica altalenante, posizionata per il comparto dei vini su valori medi inferiori. Il quadriennio comporta infatti la più elevata riduzione della produttività tra i comparti, pari all'8,3%, derivante dalla diminuzione del biennio 1999-2000 (-15%) e dalla crescita del biennio seguente (+8,1%). Un'analisi più accurata evidenzia che il valore aggiunto cresce complessivamente del 3,5%, ma in ognuno dei primi due bienni perde più di un punto percentuale. L'occupazione, invece, cresce globalmente del 12,9% ma nel solo biennio 1999-2000 si verifica un incremento del 16,3%, il che giustifica la considerevole riduzione produttiva. Un'ulteriore indagine di confronto tra il valor medio di produttività del lavoro del 1998 e del 2001 del comparto in esame rivela un'aderenza al comportamento della media

settoriale, con circa il 40% delle imprese che incrementa la produttività ad un tasso superiore al doppio della media, mentre circa il 57% del campione la riduce.

Il grado di indebitamento finanziario mostra un miglioramento pari a 15,4 punti percentuali, sebbene siano imputabili solo al primo biennio in quanto successivamente l'indice di leverage mostra una lieve crescita di 3,4 punti percentuali. Nel 2001 il leverage si posiziona su un livello medio del 122,1%, mantenendo sempre un divario con la performance del benchmark di circa 40 punti percentuali. Il risultato del 2001 consegue dal 50% di imprese il cui leverage eccede la soglia di rischio (150%) rispetto al 45,3% della media settoriale, mentre il 32,4% del campione fa ricorso al debito finanziario per un ammontare inferiore al capitale proprio, in linea con la performance media dell'area comprendente la produzione di bevande.

La redditività del comparto pare aver risentito particolarmente del primo triennio, in quanto è solo nel biennio 2000-2001 che si manifesta un evidente trend di crescita.

Sebbene i valori medi ricalchino l'andamento settoriale, il comparto di produzione vini non è riuscito a mantenere il vantaggio reddituale di cui godeva fino al 2000, assestandosi così nel 2001 su un valore di ROI industriale netto del 9%, inferiore alla performance del confronto di circa mezzo punto percentuale. L'incremento quadriennale è inferiore al punto percentuale, mentre il settore complessivo delle bevande ha registrato un incremento di 4,2 punti percentuali. I dati 2001 si rivelano però lievemente superiori alla performance della media: infatti, il 17,6% dei produttori di vino consegue valori di ROI industriale netto superiori al 20% rispetto al 14,3% della media settoriale, mentre margini operativi netti sono registrati dal 14,7% del campione, una percentuale più contenuta del 20,6% evidenziato dalla media settoriale.

La redditività del capitale proprio mostra un incremento quadriennale di 3,4 punti percentuali, ma tale dinamica consegue esclusivamente dall'incremento di 4 punti percentuali dell'ultimo biennio. Tale crescita ha consentito al comparto di riportarsi su valori prossimi alla redditività del benchmark, dopo la perdita del vantaggio reddituale di cui godeva il comparto nel 1998. Nel 2001 il ROE si assesta su un valor medio del 7,4%, derivante dal 29,9% delle imprese con redditività del capitale proprio superiore al 10%, rispetto al 21,5% della media settoriale, e dal 23,9% delle imprese che invece ottengono risultati netti negativi, rispetto al 27,7% della media del settore bevande piemontesi.

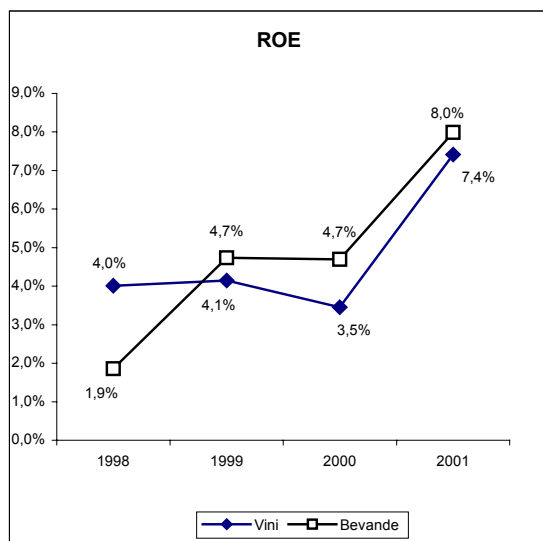
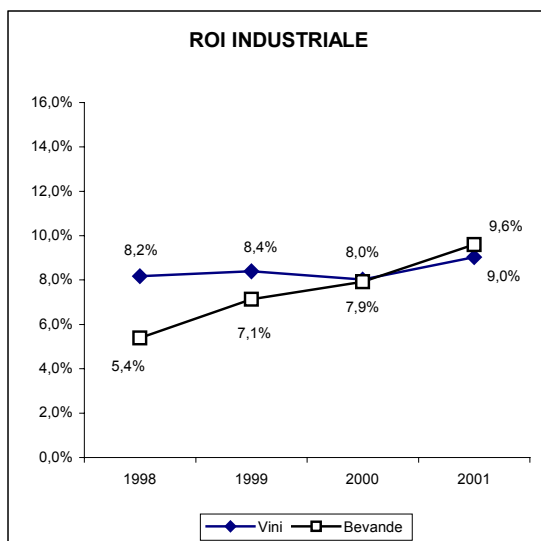
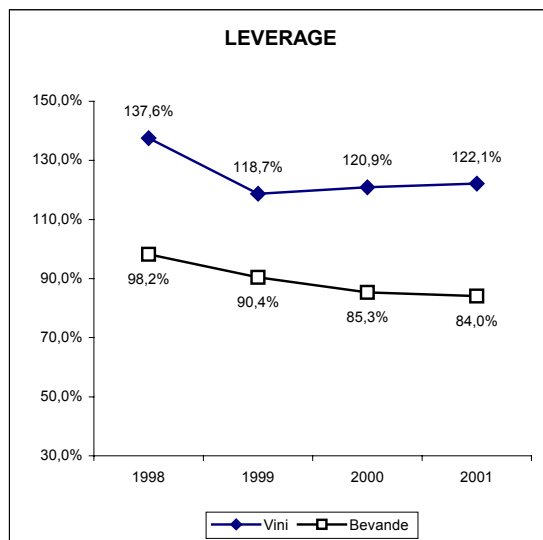
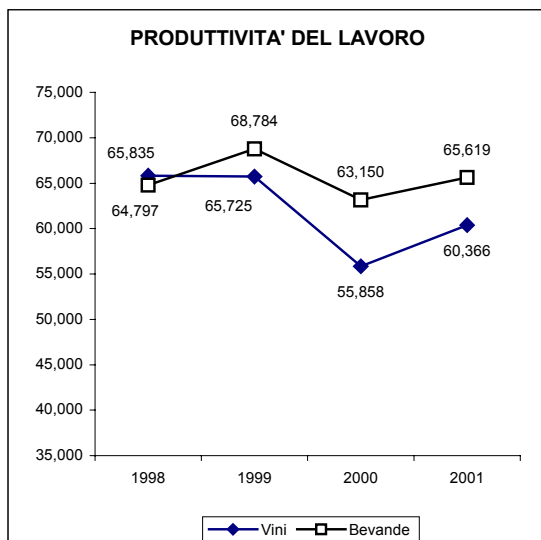
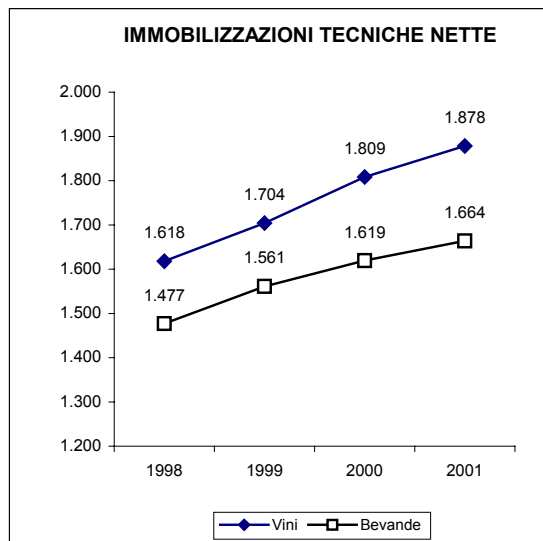
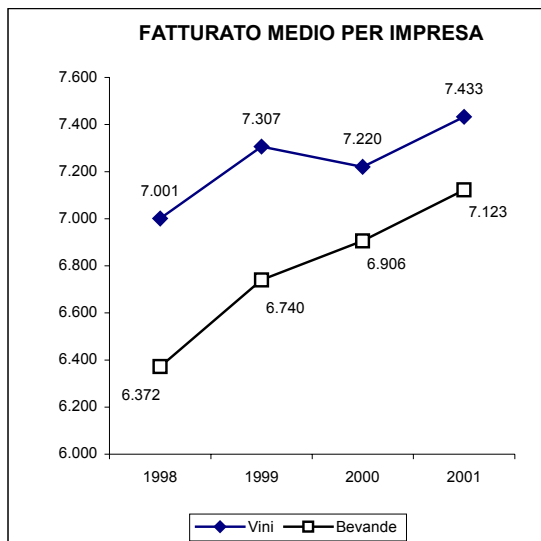


Figura 8: Indicatori di bilancio per il comparto vino

Tab. 10: FATTURATO PER DIMENSIONE E COMPARTO (Valori in migliaia di Euro)									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	7.123	6.906	6.740	6.372	3,1%	2,5%	5,8%	11,8%
	Altri settori	16.704	16.532	14.882	14.367	1,0%	11,1%	3,6%	16,3%
<b>Minori</b>	Bevande	940	905	816	746	3,9%	10,9%	9,3%	26,0%
	Altri settori	1.926	1.842	1.650	1.499	4,5%	11,7%	10,1%	28,5%
<b>Piccole</b>	Bevande	4.300	3.987	3.814	3.679	7,9%	4,5%	3,7%	16,9%
	Altri settori	4.680	4.441	3.955	3.805	5,4%	12,3%	3,9%	23,0%
<b>Medie</b>	Bevande	11.321	11.054	11.806	11.880	2,4%	-6,4%	-0,6%	-4,7%
	Altri settori	17.800	17.448	15.941	15.266	2,0%	9,5%	4,4%	16,6%
<b>Grandi</b>	Bevande	104.835	102.813	98.339	90.300	2,0%	4,5%	8,9%	16,1%
	Altri settori	180.049	181.016	162.161	157.700	-0,5%	11,6%	2,8%	14,2%
<b>Altro</b>		5.736	4.231	3.393	3.190	35,6%	24,7%	6,4%	79,8%
<b>Cantine sociali</b>		2.133	2.010	1.887	1.935	6,1%	6,5%	-2,5%	10,2%
<b>Distillerie</b>		17.569	17.806	16.912	15.307	-1,3%	5,3%	10,5%	14,8%
<b>Vini</b>		7.433	7.220	7.307	7.001	2,9%	-1,2%	4,4%	6,2%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio



Tab. 11: IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE NETTE PER DIMENSIONE E COMPARTO (valori in migliaia di Euro)										
			2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	C.	1.691	1.647	1.561	1.477	2,7%	5,5%	5,7%	14,5%
		R.	1.664	1.619	1.561	1.477	2,7%	3,7%	5,7%	12,6%
	Altri settori	C.	3.474	3.385	2.865	2.779	2,6%	18,1%	3,1%	25,0%
		R.	3.161	3.016	2.865	2.779	4,8%	5,2%	3,1%	13,8%
<b>Imprese Minori</b>	Bevande	C.	484	451	414	375	7,1%	9,0%	10,5%	29,1%
		R.	483	451	414	375	7,1%	9,0%	10,5%	29,0%
	Altri settori	C.	491	460	414	393	6,7%	11,2%	5,2%	24,9%
		R.	471	444	414	393	6,2%	7,2%	5,2%	19,8%
<b>Piccole Imprese</b>	Bevande	C.	1.486	1.501	1.383	1.256	-1,0%	8,6%	10,1%	18,3%
		R.	1.448	1.482	1.383	1.256	-2,3%	7,2%	10,1%	15,3%
	Altri settori	C.	1.099	1.071	919	857	2,5%	16,6%	7,3%	28,2%
		R.	1.023	997	919	857	2,6%	8,5%	7,3%	19,5%
<b>Medie Imprese</b>	Bevande	C.	3.365	3.483	3.331	3.155	-3,4%	4,6%	5,6%	6,7%
		R.	3.241	3.321	3.331	3.155	-2,4%	-0,3%	5,6%	2,7%
	Altri settori	C.	3.983	3.831	3.340	3.225	4,0%	14,7%	3,6%	23,5%
		R.	3.654	3.462	3.340	3.225	5,5%	3,7%	3,6%	13,3%
<b>Grandi Imprese</b>	Bevande	C.	15.253	14.035	13.695	13.585	8,7%	2,5%	0,8%	12,3%
		R.	15.227	14.001	13.695	13.585	8,8%	2,2%	0,8%	12,1%
	Altri settori	C.	34.490	33.936	28.019	27.581	1,6%	21,1%	1,6%	25,0%
		R.	30.925	29.466	28.019	27.581	4,9%	5,2%	1,6%	12,1%
<b>Altro</b>	C.	2.165	2.149	1.954	1.759	0,8%	10,0%	11,1%	23,1%	
	R.	2.078	2.033	1.954	1.759	2,2%	4,0%	11,1%	18,1%	
<b>Cantine sociali</b>	C.	875	882	797	695	-0,8%	10,6%	14,6%	25,8%	
	R.	870	882	797	695	-1,3%	10,6%	14,6%	25,2%	
<b>Distillerie</b>	C.	2.405	2.309	2.470	2.493	4,2%	-6,5%	-0,9%	-3,5%	
	R.	2.345	2.281	2.470	2.493	2,8%	-7,7%	-0,9%	-5,9%	
<b>Vini</b>	C.	1.903	1.840	1.704	1.618	3,4%	8,0%	5,3%	17,6%	
	R.	1.878	1.809	1.704	1.618	3,9%	6,1%	5,3%	16,1%	

Legenda: C. = contabile R. = rettificato

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

Tab. 12: PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO PER DIMENSIONE E COMPARTO									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	65,619	63,150	68,784	64,797	3,9%	-8,2%	6,2%	1,3%
	Altri settori	51,820	52,514	51,583	49,850	-1,3%	1,8%	3,5%	4,0%
<b>Minori</b>	Bevande	46,390	43,117	44,774	45,657	7,6%	-3,7%	-1,9%	1,6%
	Altri settori	37,786	41,427	41,082	40,254	-8,8%	0,8%	2,1%	-6,1%
<b>Piccole</b>	Bevande	60,618	61,799	56,000	52,759	-1,9%	10,4%	6,1%	14,9%
	Altri settori	40,476	43,410	43,076	42,371	-6,8%	0,8%	1,7%	-4,5%
<b>Medie</b>	Bevande	52,153	56,257	63,815	59,894	-7,3%	-11,8%	6,5%	-12,9%
	Altri settori	45,529	49,036	50,418	48,523	-7,2%	-2,7%	3,9%	-6,2%
<b>Grandi</b>	Bevande	80,638	72,433	86,102	79,245	11,3%	-15,9%	8,7%	1,8%
	Altri settori	63,209	59,268	56,249	53,892	6,7%	5,4%	4,4%	17,3%
<b>Altro</b>		52,959	51,389	47,718	38,698	3,1%	7,7%	23,3%	36,9%
<b>Cantine sociali</b>		42,523	46,844	46,166	45,870	-9,2%	1,5%	0,6%	-7,3%
<b>Distillerie</b>		88,968	86,283	87,652	74,876	3,1%	-1,6%	17,1%	18,8%
<b>Vini</b>		60,366	55,858	65,725	65,835	8,1%	-15,0%	-0,2%	-8,3%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

Tab. 13: LEVERAGE PER DIMENSIONE E COMPARTO										
			2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	C.	83,4%	84,5%	90,4%	98,2%	-1,1%	-5,9%	-7,8%	-14,9%
		R.	84,0%	85,3%	90,4%	98,2%	-1,3%	-5,1%	-7,8%	-14,2%
	Altri settori	C.	98,1%	92,5%	92,4%	100,8%	5,6%	0,0%	-8,3%	-2,7%
		R.	105,0%	99,9%	92,4%	100,8%	5,1%	7,5%	-8,3%	4,2%
<b>Minori</b>	Bevande	C.	265,0%	227,3%	157,6%	174,8%	37,7%	69,7%	-17,2%	90,2%
		R.	265,0%	227,3%	157,6%	174,8%	37,7%	69,7%	-17,2%	90,2%
	Altri settori	C.	91,2%	97,6%	96,2%	95,8%	-6,4%	1,5%	0,3%	-4,6%
		R.	94,4%	100,6%	96,2%	95,8%	-6,1%	4,4%	0,3%	-1,4%
<b>Piccole</b>	Bevande	C.	120,7%	129,2%	141,7%	128,9%	-8,5%	-12,5%	12,8%	-8,2%
		R.	121,8%	130,3%	141,7%	128,9%	-8,6%	-11,4%	12,8%	-7,1%
	Altri settori	C.	108,1%	108,1%	112,1%	116,2%	0,0%	-4,0%	-4,0%	-8,0%
		R.	115,0%	115,0%	112,1%	116,2%	0,1%	2,9%	-4,0%	-1,1%
<b>Medie</b>	Bevande	C.	147,5%	132,7%	148,5%	177,3%	14,8%	-15,7%	-28,8%	-29,8%
		R.	152,8%	138,3%	148,5%	177,3%	14,5%	-10,2%	-28,8%	-24,5%
	Altri settori	C.	109,0%	108,1%	112,4%	118,8%	0,9%	-4,3%	-6,4%	-9,8%
		R.	116,1%	115,9%	112,4%	118,8%	0,2%	3,5%	-6,4%	-2,7%
<b>Grandi</b>	Bevande	C.	53,6%	57,7%	61,9%	68,5%	-4,1%	-4,3%	-6,6%	-14,9%
		R.	53,6%	57,7%	61,9%	68,5%	-4,1%	-4,2%	-6,6%	-14,9%
	Altri settori	C.	90,5%	81,6%	79,1%	89,5%	8,9%	2,5%	-10,4%	0,9%
		R.	97,3%	88,8%	79,1%	89,5%	8,5%	9,7%	-10,4%	7,8%
<b>Altro</b>	C.	149,2%	235,3%	217,1%	232,0%	-86,1%	18,3%	-15,0%	-82,8%	
	R.	165,6%	290,9%	217,1%	232,0%	-125,3%	73,8%	-15,0%	-66,4%	
<b>Cantine sociali</b>	C.	132,2%	111,6%	117,1%	99,0%	20,6%	-5,5%	18,1%	33,2%	
	R.	132,6%	111,6%	117,1%	99,0%	21,0%	-5,5%	18,1%	33,7%	
<b>Distillerie</b>	C.	40,2%	44,8%	57,3%	62,0%	-4,5%	-12,6%	-4,6%	-21,8%	
	R.	40,3%	44,8%	57,3%	62,0%	-4,6%	-12,5%	-4,6%	-21,7%	
<b>Vini</b>	C.	120,7%	119,1%	118,7%	137,6%	1,5%	0,4%	-18,8%	-16,9%	
	R.	122,1%	120,9%	118,7%	137,6%	1,2%	2,2%	-18,8%	-15,4%	

Legenda: C. = contabile R. = rettificato

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

Tab. 14: ROI INDUSTRIALE NETTO PER DIMENSIONE E COMPARTO										
			2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	C.	9,3%	7,7%	7,1%	5,4%	1,7%	0,5%	1,7%	3,9%
		R.	9,6%	7,9%	7,1%	5,4%	1,7%	0,8%	1,7%	4,2%
	Altri settori	C.	10,3%	11,5%	13,5%	13,5%	-1,2%	-2,0%	0,1%	-3,2%
		R.	12,2%	13,5%	13,5%	13,5%	-1,3%	0,0%	0,1%	-1,3%
<b>Minori</b>	Bevande	C.	3,6%	7,0%	7,9%	10,0%	-3,4%	-0,9%	-2,1%	-6,4%
		R.	3,6%	7,0%	7,9%	10,0%	-3,4%	-0,9%	-2,1%	-6,4%
	Altri settori	C.	10,6%	11,5%	12,6%	12,2%	-0,8%	-1,2%	0,4%	-1,6%
		R.	11,5%	12,1%	12,6%	12,2%	-0,7%	-0,5%	0,4%	-0,7%
<b>Piccole</b>	Bevande	C.	8,7%	5,8%	5,6%	3,9%	2,9%	0,2%	1,6%	4,8%
		R.	8,9%	5,9%	5,6%	3,9%	3,0%	0,4%	1,6%	5,0%
	Altri settori	C.	10,2%	11,7%	13,2%	13,3%	-1,4%	-1,5%	-0,1%	-3,1%
		R.	11,6%	13,0%	13,2%	13,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%	-1,7%
<b>Medie</b>	Bevande	C.	1,2%	3,3%	4,9%	5,6%	-2,1%	-1,6%	-0,7%	-4,4%
		R.	1,8%	3,9%	4,9%	5,6%	-2,1%	-1,0%	-0,7%	-3,8%
	Altri settori	C.	9,6%	10,6%	12,6%	12,7%	-1,0%	-1,9%	-0,2%	-3,1%
		R.	11,1%	12,1%	12,6%	12,7%	-1,0%	-0,4%	-0,2%	-1,6%
<b>Grandi</b>	Bevande	C.	15,4%	11,4%	9,4%	5,5%	4,0%	2,1%	3,8%	9,9%
		R.	15,4%	11,5%	9,4%	5,5%	4,0%	2,1%	3,8%	9,9%
	Altri settori	C.	10,7%	12,1%	14,3%	14,0%	-1,4%	-2,2%	0,3%	-3,3%
		R.	13,1%	14,7%	14,3%	14,0%	-1,6%	0,4%	0,3%	-0,9%
<b>Altro</b>	C.	9,2%	1,7%	4,0%	-3,8%	7,5%	-2,3%	7,8%	13,0%	
	R.	11,1%	3,7%	4,0%	-3,8%	7,4%	-0,3%	7,8%	15,0%	
<b>Cantine sociali</b>	C.	0,5%	1,2%	1,1%	1,5%	-0,7%	0,2%	-0,4%	-1,0%	
	R.	0,5%	1,2%	1,1%	1,5%	-0,7%	0,2%	-0,4%	-1,0%	
<b>Distillerie</b>	C.	13,8%	10,8%	7,8%	3,1%	2,9%	3,0%	4,7%	10,6%	
	R.	13,8%	10,9%	7,8%	3,1%	2,9%	3,0%	4,7%	10,7%	
<b>Vini</b>	C.	8,7%	7,7%	8,4%	8,2%	1,0%	-0,7%	0,2%	0,5%	
	R.	9,0%	8,0%	8,4%	8,2%	1,0%	-0,4%	0,2%	0,9%	

Legenda: C. = contabile R. = rettificato

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

Tab. 15: ROE PER DIMENSIONE E COMPARTO AZIENDALE										
			2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	C.	7,7%	4,5%	4,7%	1,9%	3,2%	-0,3%	2,9%	5,8%
		R.	8,0%	4,7%	4,7%	1,9%	3,3%	0,0%	2,9%	6,1%
	Altri settori	C.	7,8%	8,9%	11,1%	10,7%	-1,1%	-2,2%	0,4%	-2,9%
		R.	10,4%	11,6%	11,1%	10,8%	-1,3%	0,5%	0,4%	-0,4%
<b>Minori</b>	Bevande	C.	4,3%	0,3%	2,1%	0,8%	4,1%	-1,9%	1,3%	3,5%
		R.	4,4%	0,3%	2,1%	0,8%	4,1%	-1,8%	1,3%	3,5%
	Altri settori	C.	5,8%	5,4%	7,0%	4,9%	0,3%	-1,5%	2,0%	0,8%
		R.	7,0%	6,3%	7,0%	5,0%	0,6%	-0,7%	2,0%	2,0%
<b>Piccole</b>	Bevande	C.	6,1%	4,8%	4,5%	2,8%	1,3%	0,3%	1,7%	3,3%
		R.	6,8%	5,1%	4,5%	2,8%	1,7%	0,6%	1,7%	3,9%
	Altri settori	C.	7,6%	7,7%	9,6%	8,2%	0,0%	-1,9%	1,4%	-0,5%
		R.	9,8%	9,6%	9,6%	8,2%	0,2%	0,0%	1,4%	1,6%
<b>Medie</b>	Bevande	C.	3,0%	3,3%	4,2%	4,3%	-0,4%	-0,9%	-0,1%	-1,3%
		R.	3,8%	4,3%	4,2%	4,3%	-0,5%	0,1%	-0,1%	-0,4%
	Altri settori	C.	7,0%	7,2%	9,7%	9,6%	-0,2%	-2,6%	0,1%	-2,6%
		R.	9,4%	9,5%	9,8%	9,7%	-0,1%	-0,3%	0,1%	-0,4%
<b>Grandi</b>	Bevande	C.	9,7%	5,0%	5,1%	1,1%	4,7%	-0,1%	4,0%	8,6%
		R.	9,7%	5,0%	5,1%	1,1%	4,7%	-0,1%	4,0%	8,6%
	Altri settori	C.	8,4%	10,2%	12,3%	12,1%	-1,8%	-2,1%	0,2%	-3,7%
		R.	11,2%	13,4%	12,3%	12,1%	-2,3%	1,1%	0,2%	-0,9%
<b>Altro</b>	C.	1,6%	-0,8%	-1,3%	-7,3%	2,4%	0,5%	6,1%	9,0%	
	R.	5,0%	2,2%	-1,3%	-7,3%	2,7%	3,5%	6,1%	12,3%	
<b>Cantine sociali</b>	C.	0,4%	-0,6%	0,7%	1,2%	1,1%	-1,3%	-0,5%	-0,8%	
	R.	0,6%	-0,6%	0,7%	1,2%	1,2%	-1,3%	-0,5%	-0,7%	
<b>Distillerie</b>	C.	10,3%	7,3%	6,6%	0,1%	3,0%	0,7%	6,5%	10,2%	
	R.	10,5%	7,4%	6,6%	0,1%	3,1%	0,8%	6,5%	10,4%	
<b>Vini</b>	C.	7,1%	3,2%	4,1%	4,0%	3,9%	-1,0%	0,1%	3,1%	
	R.	7,4%	3,5%	4,1%	4,0%	4,0%	-0,7%	0,1%	3,4%	

Legenda: C. = contabile R. = rettificato

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

## 5 **Analisi economico-finanziaria** di Daniela Boetti

Nel presente capitolo saranno oggetto di una trattazione approfondita le caratteristiche economiche e finanziarie del settore delle bevande nei quattro anni che vanno dal 1998 al 2001. L'analisi verrà effettuata attraverso indicatori di bilancio con l'ausilio di alcuni grafici aventi lo scopo di ricavare ulteriori informazioni dal confronto del settore in esame con il settore manifatturiero piemontese. Questa ricerca suddivide il settore di produzione bevande secondo:

- Dimensione: imprese minori, piccole, medie e grandi
- Comparto: acque minerali, birra e bibite (altro); cantine sociali; distillerie; vini.

### 5.1 *Indicatori di sviluppo delle attività*

Questa sezione si occupa di approfondire lo studio di alcune variabili di crescita ritenute significative nella valutazione della performance di settore. Le variabili considerate sono il *fatturato*, le *immobilizzazioni tecniche nette* (ottenute come somma dell'attivo immobilizzato materiale e immateriale rettificata dalla rivalutazione monetaria dei cespiti) e il *livello occupazionale*. Le dinamiche evolutive del fatturato e delle immobilizzazioni tecniche nette sono già state trattate nelle schede del capitolo 4, pertanto appare più interessante osservare la figura 9 che evidenzia la dinamica congiunta di fatturato e immobilizzazioni tecniche nette nel quadriennio. Gli assi sono posti in corrispondenza delle variazioni medie di settore e il quadrante in alto a destra comprende i raggruppamenti contraddistinti dalla performance migliore. La crescita del settore delle bevande in Piemonte si dimostra positiva (+11,8% relativamente al fatturato e +12,6% in merito agli immobilizzi netti). Il campione di controllo evidenzia tuttavia una dinamica più sostenuta in entrambe gli indicatori (rispettivamente +16,3% e +13,8%). Va però ricordato che la dimensione media delle imprese del campione di confronto è superiore a quella delle imprese che costituiscono il settore delle bevande, ove la dimensione preponderante è la minore. In merito al raggruppamento dimensionale le imprese minori e piccole hanno dimostrato uno sviluppo notevole, specialmente se confrontate con le imprese di media dimensione. Il divario è imputabile egualmente alla dinamica del fatturato, che

nelle imprese minori è in crescita del 26% mentre nelle medie è in diminuzione del 4,7%, e all'evoluzione degli immobilizzi tecnici netti, che nelle minori aumentano del 29% e nelle medie solo del 2,7%. La grande impresa appare in lieve svantaggio nelle immobilizzazioni, mentre la crescita del fatturato è in linea con la performance della piccola impresa. Il punto di forza del settore fa quindi capo alle imprese minori, la cui forza competitiva è molto elevata.

Per quanto le performance dei comparti siano differenti tra loro, nessuno dei quattro raggruppamenti si posiziona nel quadrante in basso a sinistra, quello a cui fa capo la performance peggiore. Il comparto denominato altro, cui appartengono le acque minerali, birra e bibite, è il migliore, con un aumento eccezionale del fatturato e un incremento delle immobilizzazioni tecniche nette, quest'ultimo inferiore solo a quello delle cantine sociali. Il comparto vini denota un tasso incrementale negli immobilizzi superiore alla media a fronte delle distillerie che si contraddistinguono per la diminuzione delle stesse (-5,9%).

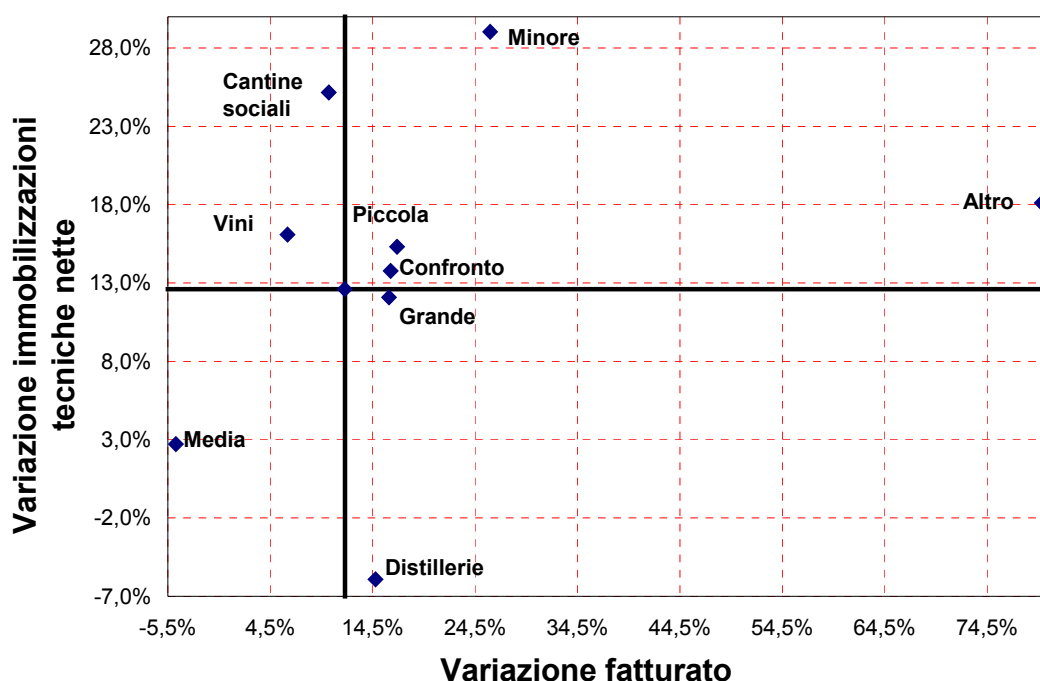


Figura 9: Variazioni del fatturato e delle immobilizzazioni tecniche nette (2001-1998)

In merito alla situazione occupazionale, il dato dell'intero settore delle bevande evidenzia una crescita di 14,7 punti percentuali, ma l'incremento più considerevole fa capo al biennio 1999-2000 con un aumento di 11 punti percentuali. Gli altri settori

manifatturieri mostrano invece una politica occupazionale più contenuta pari a +6,6%, imputabili esclusivamente agli ultimi due bienni.

La dimensione aziendale non funge da elemento di discriminazione delle scelte occupazionali. Sono infatti le minori e le grandi imprese a evidenziare i trend di crescita più sostenuti (+26,2% e +19,5% rispettivamente), sebbene con modalità differenti. Gli aumenti occupazionali delle imprese minori sono ripartiti su ogni anno, in particolare sul biennio 1998-1999 (+10,7%), mentre le grandi imprese denotano un picco occupazionale nel periodo 1999-2000 (+24,4%) tra due bienni caratterizzati dalla riduzione del numero medio di dipendenti. La piccola impresa si colloca su valori più bassi ma comunque significativi: si evidenzia infatti un aumento quadriennale del 16,6%, derivante dall'aumento occupazionale del biennio 2000-2001 in quanto i bienni precedenti sono caratterizzati da successivi immissioni e riduzioni di personale. Le medie imprese mostrano una sostanziale staticità occupazionale nel quadriennio, derivante da un aumento del numero di addetti nel primo biennio seguito da una successiva riduzione degli stessi in pari misura.

Il campione di controllo mostra invece una dinamica occupazionale più facilmente identificabile: solo le grandi imprese intraprendono delle scelte di riduzione del personale (-7,5%) a fronte di tutte le altre dimensioni di impresa che aumentano il tasso occupazionale di circa il 20% (piccole e medie imprese) e persino del 27% (imprese minori). Inoltre il numero medio di dipendenti è notevolmente superiore a quello della media delle industrie delle bevande, nonostante la parità di dimensione aziendale.

I produttori di distillati sono caratterizzati dalla dimensione occupazionale maggiore (40 dipendenti nel 2001), doppia rispetto ai produttori di vini e al comparto della voce altro. Ciò potrebbe spiegare il tasso di crescita della forza lavoro del comparto distilleria più contenuto (+8,1%) rispetto a quello del comparto vino (+12,9%). Il comparto dell'acqua, birra e bevande mostra un aumento occupazionale considerevole e pari a +57,3%, sebbene abbia visto nel 1999-2000 una brusca interruzione di immissione di personale. Le cantine sociali, invece, non spiccano per numero di lavoratori (mediamente 8 dipendenti nel 2001), ma la crescita del fattore lavoro è seconda solo al comparto altro e pari a +19,9%, nonostante il rallentamento del primo biennio e il modesto incremento del secondo biennio.



Tab. 16: OCCUPAZIONE PER DIMENSIONE AZIENDALE E SETTORE INDUSTRIALE (Valori medi per impresa)									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	19	18	17	17	3,9%	11,0%	-0,6%	14,7%
	Altri settori	83	81	78	78	2,2%	4,5%	-0,2%	6,6%
<b>Minori</b>	Bevande	4	4	4	3	5,9%	7,6%	10,7%	26,2%
	Altri settori	17	15	14	13	13,4%	5,3%	6,3%	27,0%
<b>Piccole</b>	Bevande	15	13	14	13	16,6%	-3,2%	3,4%	16,6%
	Altri settori	34	31	29	28	10,2%	6,1%	3,3%	20,9%
<b>Medie</b>	Bevande	33	32	31	33	3,2%	3,5%	-6,1%	0,2%
	Altri settori	104	97	89	88	8,0%	8,1%	2,1%	19,2%
<b>Grandi</b>	Bevande	221	225	181	185	-1,6%	24,4%	-2,3%	19,5%
	Altri settori	684	726	715	740	-5,8%	1,6%	-3,3%	-7,5%
<b>Altro</b>		20	15	15	13	38,9%	-0,6%	14,0%	57,3%
<b>Cantine sociali</b>		8	7	6	7	18,7%	2,4%	-1,3%	19,9%
<b>Distillerie</b>		40	39	37	37	3,0%	6,9%	-1,8%	8,1%
<b>Vini</b>		20	20	17	18	-1,7%	16,3%	-1,3%	12,9%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

## 5.2 Indicatori di attività industriale

Lo scopo di questo paragrafo è quello di indagare più approfonditamente gli indicatori di *costo per dipendente* (costo del lavoro/numero di occupati), di *produttività del lavoro* (valore aggiunto/numero di occupati) e di *produttività del capitale tecnico* (valore aggiunto/immobilizzazioni tecniche nette). Merita anche attenzione l'indicatore del *grado di integrazione verticale* (valore aggiunto/fatturato): questo indice è noto come indice di Adelman ed è uno degli strumenti più utilizzati per verificare il grado di integrazione verticale delle fasi della filiera. Bassi valori dell'indicatore implicano una modesta verticalizzazione della catena produttiva. Se l'indice assume invece un valore elevato si può dedurre che la produzione industriale sia notevolmente integrata verticalmente.

Dalla tabella seguente si può evincere l'andamento medio del costo del lavoro nei raggruppamenti considerati. Il confronto tra le retribuzioni medie del settore delle bevande e degli altri settori manifatturieri evidenzia come la forbice si sia ridotta nel quadriennio in seguito alla riduzione retributiva dell'11,8% del raggruppamento delle bevande e dell'aumento del benchmark del 3,6%. Se si fa riferimento alla dimensione d'impresa, ad una scala produttiva maggiore corrisponde una maggiore retribuzione e anche il campione di controllo è soggetto alla medesima dinamica. Si può notare che il valor medio delle retribuzioni della grande e media impresa delle bevande siano superiori al benchmark di circa 2000-2500 Euro, mentre le altre dimensioni d'impresa si assestano su valori retributivi equivalenti. Il divario dei compensi dell'area delle bevande tra minore e grande impresa è diminuito nel tempo, passando da 25000 a 16000 Euro. Questo è anche dovuto al fatto che tutte le dimensioni d'impresa hanno ridotto il costo del lavoro, dal 2,3% delle imprese minori al 19,2% delle grandi imprese, la cui elevata contrazione è imputabile al biennio 1999-2000. Tali riduzioni retributive medie vanno di pari passo con l'aumento dell'occupazione che caratterizza il settore (con incrementi che vanno da 16 al 20%), dinamica da cui esula solo la media impresa con forze lavoro invariate. Si può quindi ipotizzare che vi possa essere stato un ricorso a forme contrattuali più flessibili. Anche il campione di controllo evidenzia diminuzioni del costo del lavoro in tutte le dimensioni d'impresa, ad eccezione della grande, che invece denota un incremento del 15,6%. Tra i comparti si segnala l'elevata retribuzione media dell'area di-

stilleria nonostante la riduzione quadriennale del 12,7%, mentre il comparto di produzione del vino e il raggruppamento altro si posizionano su valori confrontabili e riduzioni di pochi punti percentuali.

Tab. 17: COSTO DEL LAVORO PER DIMENSIONE AZIENDALE E SETTORE INDUSTRIALE (valori medi per impresa, in migliaia di Euro)									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	33,634	35,104	39,371	38,138	-4,2%	-10,8%	3,2%	-11,8%
	Altri settori	32,403	32,190	32,065	31,274	0,7%	0,4%	2,5%	3,6%
<b>Minori</b>	Bevande	25,500	26,003	25,988	26,102	-1,9%	0,1%	-0,4%	-2,3%
	Altri settori	25,675	27,813	27,725	27,746	-7,7%	0,3%	-0,1%	-7,5%
<b>Piccole</b>	Bevande	26,384	29,044	27,148	27,356	-9,2%	7,0%	-0,8%	-3,6%
	Altri settori	26,617	28,053	28,014	27,681	-5,1%	0,1%	1,2%	-3,8%
<b>Medie</b>	Bevande	30,318	31,098	34,356	31,207	-2,5%	-9,5%	10,1%	-2,8%
	Altri settori	28,511	30,286	31,142	30,060	-5,9%	-2,8%	3,6%	-5,2%
<b>Grandi</b>	Bevande	41,257	42,039	52,990	51,032	-1,9%	-20,7%	3,8%	-19,2%
	Altri settori	38,698	35,416	34,459	33,475	9,3%	2,8%	2,9%	15,6%
<b>Altro</b>		26,565	31,124	28,872	27,697	-14,6%	7,8%	4,2%	-4,1%
<b>Cantine sociali</b>		25,292	27,428	26,338	25,549	-7,8%	4,1%	3,1%	-1,0%
<b>Distillerie</b>		47,718	50,624	55,987	54,637	-5,7%	-9,6%	2,5%	-12,7%
<b>Vini</b>		29,117	29,203	34,210	32,723	-0,3%	-14,6%	4,5%	-11,0%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

La figura seguente illustra la dinamica congiunta della produttività e del costo del lavoro, il cui andamento non presenta un'evidente correlazione ma una generale dispersione. L'intersezione degli assi individua i valori medi del settore delle bevande. Si evince subito la diversità di posizione del campione di confronto, che evidenzia una situazione peggiore: i due comparti si collocano su incrementi produttivi confrontabili ma associati a tassi incrementali del costo del lavoro molto differenti.

La dimensione di scala produttiva non offre una chiara ottica interpretativa. Si può osservare come vi sia una netta separazione della grande impresa da tutte le altre del settore delle bevande piemontesi. La piccola impresa è la più performante, in quanto il binomio costo-produttività è considerevolmente superiore alla media, mentre gli incrementi produttivi della media e della grande impresa sono conformi alla media. La peggior performance è data dalla media impresa, la cui contenuta riduzione del costo del lavoro è associata ad una diminuzione della produttività lavorativa più sostenuta.

Tra i comparti è la differenza di produttività il primo elemento discriminante: è evidente

l'elevata performance del raggruppamento altro, che pur evidenziando una riduzione del costo del lavoro meno consistente denota un significativo aumento della produttività del lavoro. Anche i produttori di distillati si collocano in una posizione favorevole, specialmente per l'incremento produttivo. Opposta è la dinamica intrapresa dai produttori di vino e dalle cantine sociali la cui produttività mostra una contrazione: le cantine sociali associano, poi, a tale riduzione un incremento del costo del lavoro.

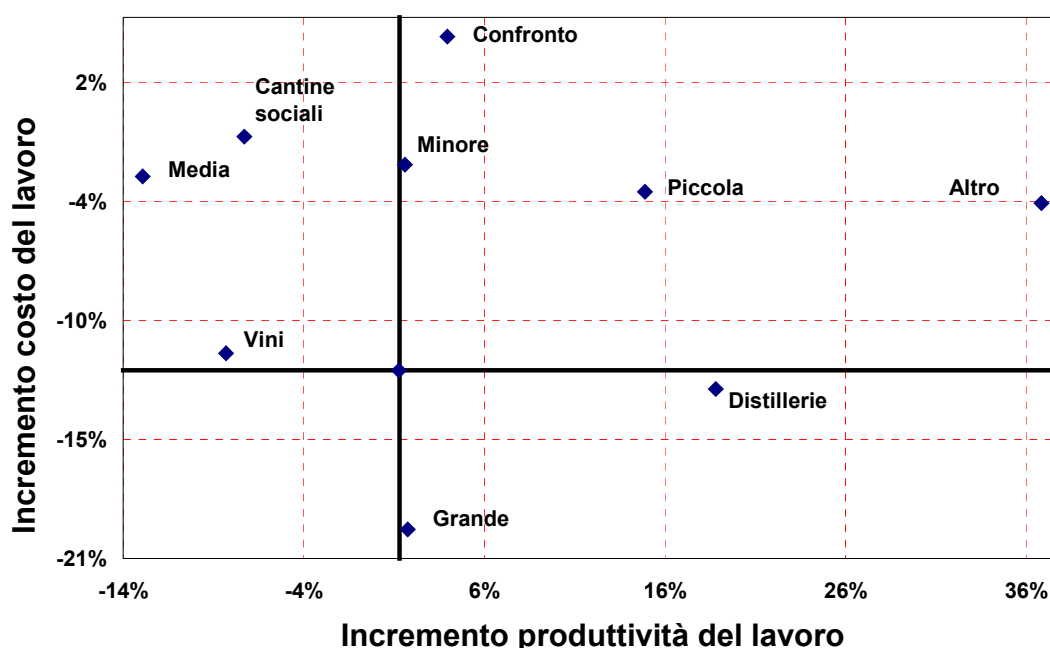


Figura 10: Variazioni del costo e della produttività del lavoro (2001-1998)

Il grafico seguente evidenzia invece le relazioni intercorrenti tra incremento della produttività del lavoro e incremento della produttività del capitale. In questo caso è intuibile una relazione lineare tra i due fattori, per cui la crescita del fattore produttivo lavoro è associata alla crescita del fattore produttivo lavoro. Il confronto con il campione di controllo evidenzia un maggior incremento della produttività del lavoro per gli altri settori manifatturieri insieme ad una diminuzione della produttività del capitale rispetto alla crescita del settore di produzione delle bevande.

Se si osserva il grafico si può notare anche come i raggruppamenti siano divisi fra loro in tre sottogruppi a seconda che le variazioni della produttività siano entrambe inferiori, uguali o superiori alla media. Tra le dimensioni aziendali, è la media impresa che

mostra riduzioni di entrambe le produttività mentre la minore e la grande oscillano intorno al valor medio. La piccola impresa è invece in entrambi gli indicatori superiore alla media campionaria.

I comparti sono suddivisi da un lato tra i produttori di vini e le cantine sociali le cui variazioni di produttività sono inferiori alla media, e dall'altro tra le distillerie e il raggruppamento altro, con prestazioni che superano notevolmente quelle medie. Va ricordato che la voce altro esula così ampiamente della media a causa dell'elevato aumento del valore aggiunto, mentre la voce cantine sociali è soggetta a modesti valori di valore aggiunti per il precedentemente citato adeguamento dei prezzi ai costi.

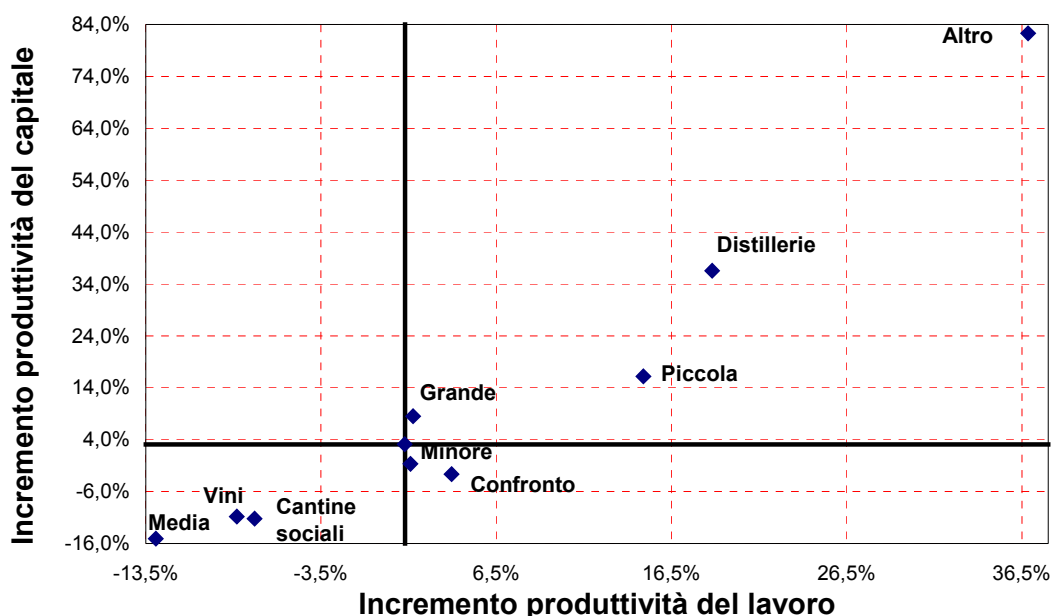


Figura 11: Variazioni della produttività del lavoro e del capitale (2001-1998)

La tabella 18 mostra i valori relativi al grado di integrazione verticale delle imprese: il dato si rivela interessante al fine di individuare le diverse politiche organizzative della produzione industriale.

Il settore delle bevande mostra lungo tutto il quadriennio valori dell'indicatore di Adelman praticamente invariati (+0,7%) e assestati su valori contenuti (17%). Il settore, quindi, mostra un basso grado di integrazione verticale, più contenuto di quello del confronto manifatturiero, che evidenzia un 25,7% nel 2001, in discesa di 1,3 punti percentuali rispetto al livello del 1998.

La suddivisione per scala produttiva evidenzia innanzi tutto un grado di integrazione verticale più elevato per le minori e piccole imprese (intorno al 21%) e più contenuto per le imprese di dimensione superiore (17% per le grandi e 15,2% per le medie). Il divario tra le imprese minori e le medie non subisce grandi variazioni nel corso del quadriennio in quanto tutte le dimensioni di impresa sono orientate verso un aumento del grado di integrazione con tassi però contenuti e inferiori al punto percentuale, eccezion fatta per le piccole imprese (2,8%). Solo le medie imprese sono orientate verso una politica di decentramento della fasi a monte e valle della filiera (-1,4%). Il campione di confronto offre un quadro più omogeneo, dove tutte le dimensioni d'impresa prediligono forme più decentralizzate: l'indicatore mostra infatti riduzioni che vanno dal punto ai 2,5 punti percentuali.

Tra i vari comparti produttivi la sezione distilleria denota il grado di integrazione verticale superiore (20,4%) insieme al raggruppamento altro (18,9%), e per entrambi l'indice di Adelman è in crescita (+2,2% e +3,1% rispettivamente). Le cantine sociali sono invece il comparto meno propenso alla centralizzazione delle fasi produttive, in quanto a tale raggruppamento fa capo la sola fase di produzione del vino e non la coltivazione della materia prima. Il comparto di produzione dei vini è l'unico a mostrare una contrazione, seppur lieve, dell'indicatore (-0,4%); i modesti valori di integrazione verticale sono imputabili al fatto che spesso i produttori di vino costituiscono, per la coltivazione delle uve, una società agricola che beneficia di particolari agevolazioni fiscali e normative. I produttori di vino, quindi, si occupano di tutte le fasi della filiera di produzione, ma questa fa capo a più società di modo che l'integrazione verticale non risulta più quantificabile. Anche il raggruppamento altro denota un basso indice di verticalizzazione, probabilmente imputabile agli elevati diritti di captazione che le imprese devono pagare alle amministrazioni territoriali.

Tab. 18: GRADO DI INTEGRAZIONE VERTICALE PER DIMENSIONE AZIENDALE E SETTORE INDUSTRIALE									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	17,7%	16,9%	17,0%	17,0%	0,8%	-0,1%	0,0%	0,7%
	Altri settori	25,7%	25,7%	26,9%	27,0%	-0,1%	-1,1%	-0,1%	-1,3%
<b>Minori</b>	Bevande	20,8%	19,0%	20,3%	20,5%	1,8%	-1,3%	-0,1%	0,4%
	Altri settori	32,5%	32,8%	34,5%	35,0%	-0,3%	-1,7%	-0,5%	-2,5%
<b>Piccole</b>	Bevande	21,5%	20,3%	19,9%	18,8%	1,2%	0,4%	1,1%	2,8%
	Altri settori	29,4%	30,1%	31,6%	31,3%	-0,7%	-1,5%	0,3%	-1,9%
<b>Medie</b>	Bevande	15,2%	16,3%	16,7%	16,6%	-1,1%	-0,4%	0,1%	-1,4%
	Altri settori	26,7%	27,2%	28,3%	27,8%	-0,5%	-1,1%	0,4%	-1,1%
<b>Grandi</b>	Bevande	17,0%	15,8%	15,8%	16,2%	1,2%	0,0%	-0,4%	0,8%
	Altri settori	24,0%	23,8%	24,8%	25,3%	0,2%	-1,0%	-0,5%	-1,3%
<b>Altro</b>		18,9%	17,9%	20,8%	15,8%	1,0%	-2,9%	5,1%	3,1%
<b>Cantine sociali</b>		15,5%	15,3%	15,7%	15,4%	0,2%	-0,4%	0,3%	0,1%
<b>Distillerie</b>		20,4%	18,9%	19,0%	18,2%	1,4%	0,0%	0,7%	2,2%
<b>Vini</b>		16,2%	15,7%	15,7%	16,7%	0,5%	0,0%	-0,9%	-0,4%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

### 5.3 Analisi della struttura finanziaria

Nel capitolo 4 è stato analizzato il rapporto tra debiti finanziari e capitale proprio (indice di leverage) nelle dimensioni e nei comparti aziendali. Questo paragrafo è invece dedicato all'analisi del livello di esposizione finanziaria complessiva delle imprese (dato dall'indice di dipendenza da fonti esterne, misurato dal rapporto tra mezzi di terzi e totale del capitale investito), con un ulteriore approfondimento circa la composizione delle fonti finanziarie. Le fonti finanziarie sono costituite dal *capitale proprio* e dal *capitale di debito*; quest'ultimo, proveniente da finanziatori esterni, può essere suddiviso in base ai due criteri seguenti:

- natura delle fonti di finanziamento: finanziaria (debiti verso banche ed obbligazionisti) o operativa (debiti commerciali verso fornitori, fondo TFR ed altri fondi rischi);
- durata delle fonti di finanziamento: a breve termine o a medio-lungo termine.

Questa suddivisione delle passività patrimoniali ha consentito di condurre un'analisi dinamica di ogni specifica componente. I dati considerati sono inoltre privi dell'impatto derivante dalla rivalutazione monetaria delle immobilizzazioni tecniche.

La tabella seguente offre una panoramica generale dell'andamento della dipendenza fi-

nanziaria dei campioni analizzati. Se si considera l'aggregato delle bevande, si evidenzia un valor medio di esposizione al capitale di terzi abbastanza elevato. Circa il 65% delle risorse finanziarie del settore provengono da fonti esterne e la variazione quadriennale mostra una contrazione poco significativa (-1,2%). Il confronto manifatturiero mostra una dinamica peggiore, con un ricorso a risorse finanziarie esterne in misura superiore al 70% e praticamente senza variazioni quadriennali.

La dimensione aziendale ha un alto potere discriminante e evidenzia come il grado di esposizione verso risorse finanziarie esterne sia più accentuato quanto più è contenuta la dimensione aziendale. Il divario tra imprese di minore e grande dimensione oscilla tra il 26 e i 28 punti percentuali. Le imprese minori denotano infatti un ricorso al finanziamento esterno in misura superiore all'80% e in crescita dello 0,7%, l'unico esempio di incremento tra le dimensioni d'impresa. La contrazione più significativa è evidenziata dalle medie imprese, sebbene sia di poco superiore al 2%. Se si osserva il confronto manifatturiero si evince come anch'esso sia caratterizzato da modeste variazioni quadriennali; in questo ambito però la dimensione aziendale non funge da discriminante e l'indice di dipendenza finanziaria si assesta ovunque intorno al 70%.

La suddivisione tra i comparti è foriera innanzi tutto della buona performance del raggruppamento di produzione distillati: il livello di esposizione finanziaria nel 2001 è inferiore al 50% e in diminuzione nel quadriennio del 5,8%. I comparti vini e cantine sociali sono orientati verso una dipendenza da fonti esterne più accentuata e superiore al 70%; tale dipendenza è inoltre in crescita del 3,4% per le cantine sociali. Il comparto aggregato di acqua, birra e bibite è il più esposto finanziariamente, con valori di dipendenza da fonti esterne di poco inferiori all'80%, anche se in calo del 2,5%.



Tab. 19: INDICE DI DIPENDENZA FINANZIARIA PER DIMENSIONE AZIENDALE E SETTORE INDUSTRIALE									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	65,5%	65,6%	65,7%	66,7%	-0,1%	-0,1%	-1,0%	-1,2%
	Altri settori	71,6%	71,4%	70,7%	71,7%	0,3%	0,6%	-1,0%	-0,1%
<b>Minori</b>	Bevande	83,7%	82,8%	81,8%	83,0%	0,9%	1,0%	-1,2%	0,7%
	Altri settori	71,4%	72,5%	71,9%	71,5%	-1,1%	0,7%	0,4%	0,0%
<b>Piccole</b>	Bevande	70,4%	71,7%	71,4%	71,7%	-1,3%	0,3%	-0,3%	-1,3%
	Altri settori	73,7%	74,3%	73,9%	74,6%	-0,6%	0,4%	-0,7%	-0,9%
<b>Medie</b>	Bevande	74,4%	73,7%	74,6%	76,5%	0,7%	-0,9%	-1,9%	-2,1%
	Altri settori	71,8%	72,5%	72,7%	73,9%	-0,7%	-0,2%	-1,2%	-2,1%
<b>Grandi</b>	Bevande	55,7%	55,8%	56,1%	57,1%	0,0%	-0,3%	-1,0%	-1,4%
	Altri settori	71,0%	69,9%	68,8%	69,7%	1,1%	1,1%	-0,9%	1,3%
<b>Altro</b>		79,8%	83,9%	80,6%	82,2%	-4,1%	3,3%	-1,7%	-2,5%
<b>Cantine sociali</b>		73,0%	72,2%	71,0%	69,6%	0,8%	1,2%	1,4%	3,4%
<b>Distillerie</b>		49,3%	50,4%	53,2%	55,2%	-1,1%	-2,8%	-2,0%	-5,8%
<b>Vini</b>		71,1%	71,0%	70,6%	71,7%	0,1%	0,4%	-1,0%	-0,5%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

L'analisi congiunta tra l'indicatore di dipendenza finanziaria e di leverage consente di indagare più approfonditamente negli specifici aggregati di debito, effettuando la distinzione prima citata tra natura e durata del debito stesso.

La figura 12 mostra la situazione finanziaria globale delle imprese piemontesi operanti nell'area delle bevande e negli altri settori manifatturieri. Le imprese delle bevande denotano una crescita del capitale proprio tra il 1998 e il 2001 di 17 punti percentuali. Lungo il quadriennio l'indebitamento a lunga scadenza ha subito una contrazione per poi riportarsi sul livello del 1998, mentre l'indebitamento a breve è cresciuto (+14%). La dinamica dei debiti finanziari ricalca l'andamento dei debiti a scadenza prolungata mentre i debiti operativi crescono di 11 punti percentuali. Si può allora desumere che l'indebitamento a protratta scadenza sia costituito da debiti finanziari mentre l'indebitamento a breve fa capo alle voci operative.

Il campione di controllo è invece caratterizzato da una crescita più sostenuta sia dell'indebitamento finanziario sia dei debiti a breve scadenza (+27% e +26% rispettivamente); questa dinamica potrebbe essere connessa ai dati ABI che osservano una riduzione della durata media degli impieghi bancari.

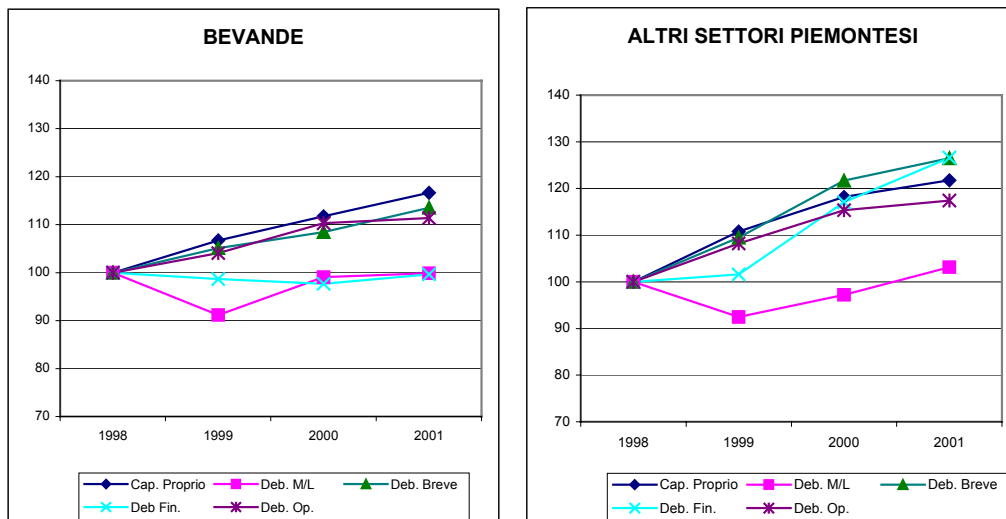
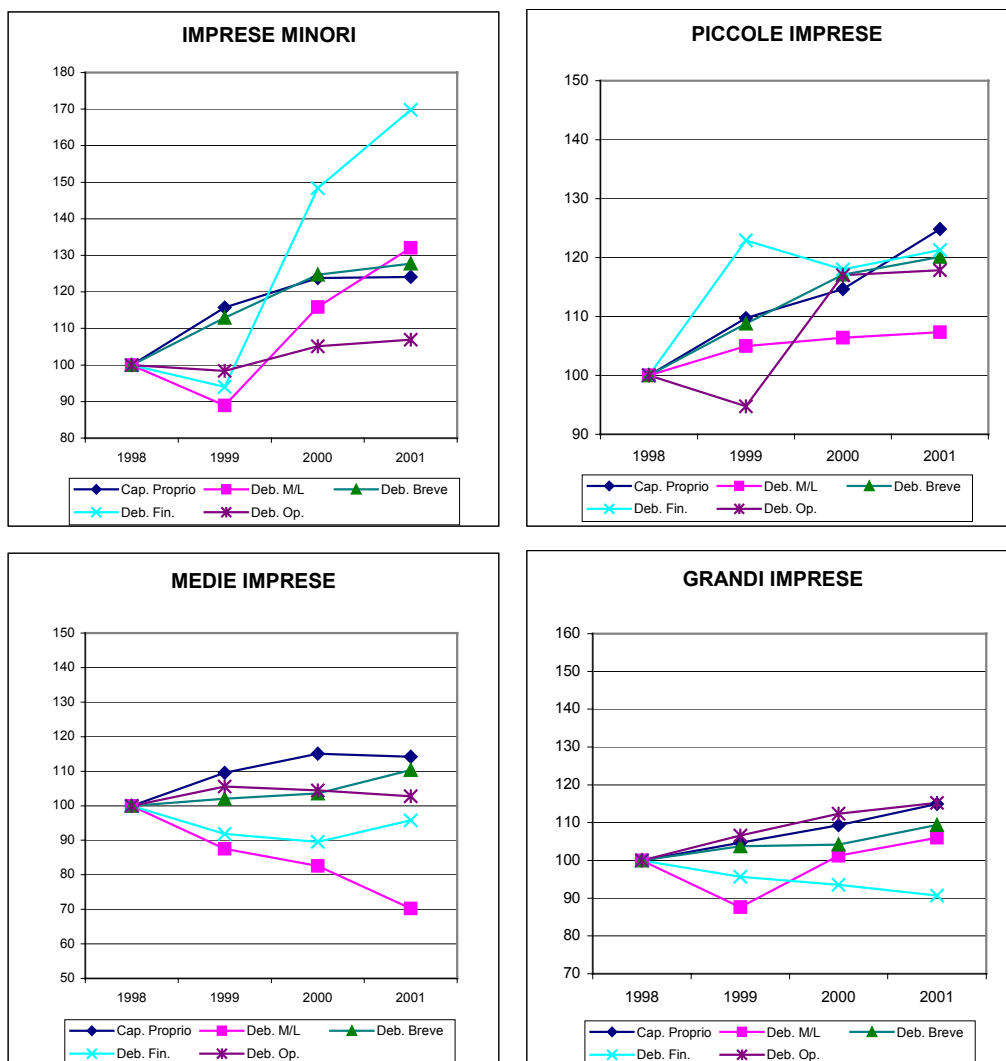


Figura 12: Dinamica delle componenti del passivo patrimoniale

La figura 13 fa riferimento alle quattro dimensioni d'impresa considerate. L'indebitamento a prorata scadenza mostra un andamento diversificato: da un lato le imprese minori denotano la crescita più consistente (+32%), dall'altro le medie imprese evidenziano una riduzione del 30%, mentre la piccola e grande impresa segnano crescite contenute (+7% e +6%). I debiti a breve sono aumentati in tutti i raggruppamenti, in particolar modo nell'impresa minore (+28%). I debiti finanziari segnano l'incremento più consistente nelle imprese minori (+70%) senza evidenziare però una sostituzione con i debiti operativi, anch'essi in crescita del 17%. Sono invece le medie e grandi imprese a evidenziare una lieve diminuzione del debito finanziario (-4% e -9%). L'aumento del capitale proprio è un fattore comune e si evidenziano variazioni tra il 14% delle medie imprese il 25% delle piccole imprese.



*Figura 13: Dinamica delle componenti del passivo patrimoniale per dimensione aziendale*

I comparti offrono un quadro interpretativo più complesso. Il raggruppamento acqua, bibite e birra mostra incrementi significativi di tutte le voci di debito, con una discontinuità di trend nell'ambito dell'indebitamento a lunga scadenza. Anche il capitale proprio mostra un aumento del 61%, imputabile ai produttori d'acqua piemontesi che nel quadriennio hanno visto rafforzarsi la propria posizione patrimoniale in seguito ad un boom nel mercato. Dalla dinamica delle cantine sociali appare invece l'evidente sostituzione operata tra debiti finanziari e debiti operativi (+43% e +9% rispettivamente), mentre i debiti a breve (+31%) crescono più dei debiti a scadenza prolungata (+12%). L'area di produzione di distillati è l'unica che vede una riduzione

consistente dell'indebitamento finanziario (-25 punti percentuali), sostituito dai debiti operativi (+13%). La riduzione della componente finanziaria del debito porta con sé la diminuzione delle voci di debito a breve e lunga scadenza (-7 e -9 punti percentuali). Il comparto di produzione del vino vede una crescita più spiccata dell'indebitamento a breve (+16%), mentre gli ultimi due bienni denotano una crescita della componente finanziaria e una contrazione della componente operativa. Tutti i comparti sono accomunati dalla crescita del capitale proprio che, esclusa l'eccezionalità del raggruppamento dell'acqua prima citata, oscilla tra l'8% (cantine sociali) e il 17% (distillerie).

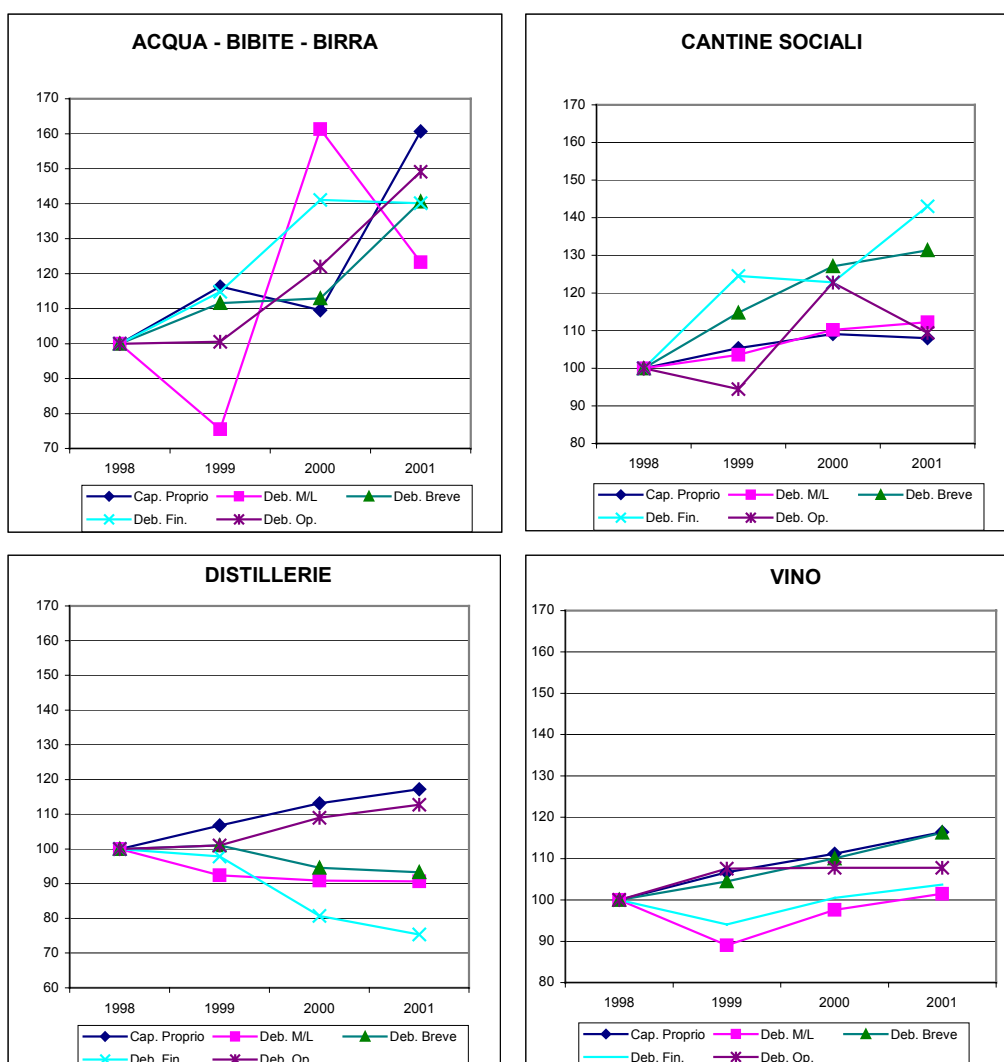


Figura 14: Dinamica delle componenti del passivo patrimoniale per comparto industriale

#### 5.4 *Analisi della struttura patrimoniale*

Questo paragrafo si pone l'obiettivo di analizzare la composizione della struttura patrimoniale delle imprese piemontesi del raggruppamento delle bevande attraverso l'interazione di due indicatori: l'indice di *copertura delle immobilizzazioni* e l'indice di *liquidità*. Il primo (passività consolidate/capitale fisso) è dedicato allo studio dell'equilibrio delle componenti patrimoniali a lungo termine e, in particolare, evidenzia la capacità delle imprese di garantire una adeguata copertura finanziaria del capitale tecnico immobilizzato attraverso le passività consolidate, date dalla somma del patrimonio netto e dei debiti a media-lunga scadenza. L'indice di liquidità è, invece, espresso dal rapporto tra la somma delle liquidità immediate e differite e la passività correnti ed è inerente quindi alla gestione delle voci correnti patrimoniali. In particolare, l'indice di liquidità indaga nello specifico se le risorse liquide immediate e differite sono sufficienti a far fronte agli impieghi a breve scadenza. Attraverso l'utilizzo congiunto dei due indicatori si perviene ad un giudizio di equilibrio della struttura patrimoniale, da cui conseguono tre possibili categorie di imprese:

- *equilibrate*: caratterizzate da un indice di copertura superiore a 1 e indice di liquidità maggiore di 0,8;
- *instabili*: caratterizzate da un indice di copertura superiore a 1 e indice di liquidità inferiore a 0,8;
- *squilibrata*: caratterizzate da indice di copertura inferiore all'unità e indice di liquidità inferiore a 0,8.

Le percentuali delle tabelle seguenti sono ricavate sulla base di dati di bilancio rettificati dall'impatto della rivalutazione monetaria delle immobilizzazioni.

Le imprese piemontesi dell'area delle bevande si caratterizzano per una struttura patrimoniale tendenzialmente squilibrata: il settore infatti denota solo il 30% di imprese equilibrate rispetto al 38% del campione che è invece posizionato su un assetto patrimoniale squilibrato. Il confronto con i dati del 1998 evidenzia come, lungo il quadriennio, il gap si è acuito a svantaggio delle imprese equilibrate. Il campione di controllo mostra invece una maggior propensione a strutture patrimoniali più stabili, con il 57% delle imprese appartenenti al raggruppamento equilibrate, percentuale che lungo il quadriennio scende di 2 punti percentuali.

Tab. 20: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE SECONDO LA SITUAZIONE PATRIMONIALE PER SETTORE BEVANDE E BENCHMARK						
	2001			1998		
	SQUILIBRATE	INSTABILI	EQUILIBRATE	SQUILIBRATE	INSTABILI	EQUILIBRATE
<b>Bevande</b>	38	33	30	33	33	34
Altri settori	25	17	57	29	16	55

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

La suddivisione delle imprese in base alla scala produttiva evidenzia una diversificazione dei comportamenti legata alla scala produttiva. Le imprese minori, piccole e medie denotano un consistente peggioramento della stabilità patrimoniale: le imprese dotate di struttura patrimoniale equilibrate si sono ridotte tra il 2001 e il 1998 di circa 5 punti percentuali, che si sono tramutati in aumento delle conformazioni instabili e squilibrate. Le medie imprese, in particolare, hanno registrato una riduzione quadriennale di 5 punti percentuali anche delle imprese appartenenti al raggruppamento instabili, cosicché le imprese con assetto patrimoniale squilibrato evidenziano un aumento del 10%. Nonostante il peggioramento, le piccole e medie imprese riescono a mantenere una percentuale di imprese squilibrate comunque inferiore alla media, mentre le imprese minori mostrano una percentuale di imprese squilibrate del 45%. La dinamica intrapresa dalle grandi imprese rivela un mantenimento delle strutture equilibrate nel quadriennio ad un livello notevolmente superiore alla media (67%). La peculiarità fa capo alla trasformazione di assetto patrimoniale da instabile a squilibrato del restante 33% di imprese. Il campione di confronto offre un quadro più chiaramente interpretabile: le minori e piccole imprese mostrano un miglioramento della loro struttura patrimoniale (+5% e +4% rispettivamente) contrariamente alle medie e alla grandi (-5% e -7%). Ciò potrebbe essere giustificato dal differente grado di flessibilità nella gestione delle componenti patrimoniali attive e passive.

Tab. 21: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE BEVANDE SECONDO LA SITUAZIONE PATRIMONIALE PER DIMENSIONE AZIENDALE							
		2001			1998		
		SQUILIBRATE	INSTABILI	EQUILIBRATE	SQUILIBRATE	INSTABILI	EQUILIBRATE
<b>Minori</b>	<i>Bevande</i>	45	31	24	42	30	28
	<i>Altri settori</i>	29	14	57	37	12	51
<b>Piccole</b>	<i>Bevande</i>	27	39	34	25	36	39
	<i>Altri settori</i>	25	18	58	30	17	53
<b>Medie</b>	<i>Bevande</i>	29	38	33	19	43	38
	<i>Altri settori</i>	23	19	59	19	19	61
<b>Grandi</b>	<i>Bevande</i>	33	0	67	0	33	67
	<i>Altri settori</i>	25	24	51	22	21	57
<b>Bevande</b>		<b>38</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>34</b>
<b>Altri settori</b>		25	17	57	29	16	55

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

L'analisi dei dati patrimoniali per comparto evidenzia un'elevata diversificazione di comportamento. I raggruppamenti altro e di produzione del vino registrano nel 2001 una situazione praticamente invariata rispetto ai livelli del 1998. Un peggioramento fa invece capo alle cantine sociali, che vedono una contrazione della quota parte di imprese equilibrate e instabili (rispettivamente -14 e -5 punti percentuali) a discapito del corrispettivo aumento dell'area squilibrata di 19 punti percentuali. Le distillerie riescono invece a mantenere la stessa quota parte di imprese equilibrate e circa il 10% delle imprese squilibrate riesce a migliorare la propria posizione, raggiungendo un assetto instabile.

Tab. 22: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE BEVANDE SECONDO LA SITUAZIONE PATRIMONIALE PER COMPARTO						
	2001			1998		
	SQUILIBRATE	INSTABILI	EQUILIBRATE	SQUILIBRATE	INSTABILI	EQUILIBRATE
Altro	73	0	27	73	0	27
Cantine sociali	51	24	24	33	29	38
Distillerie	24	29	48	33	19	48
Vini	29	43	28	27	44	29
<b>Bevande</b>	<b>38</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>34</b>

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

### 5.5 *Analisi delle componenti del capitale circolante*

In questo contesto l'analisi è focalizzata sul capitale circolante operativo netto (CCON), definito come somma del magazzino e dei crediti verso clienti al netto dei debiti di natura commerciale. Non sono stati presi in considerazione né la liquidità immediata né l'ammontare dei debiti finanziari a breve scadenza. Nella figura seguente è riportata la dinamica congiunta delle variazioni di fatturato<sup>4</sup> e del capitale circolante operativo netto. L'incrocio degli assi rappresenta le variazioni medie quadriennali dell'intero settore delle bevande piemontese, rispettivamente pari a +11,8% e +4,0%. Da una prima osservazione emerge che i dati presentano una correlazione lineare. In merito alla scala produttiva, la media e la minore impresa mostrano un comportamento antitetico, con la media impresa che si caratterizza per una riduzione degli indicatori mentre la minore li incrementa entrambi. La grande e la piccola impresa si collocano su livelli di incremento di fatturato simili, associati ad una richiesta di capitale corrente più sostenuta per la piccola impresa, a dispetto delle imprese a larga scala che si posizionano nei pressi del valor medio settoriale. La suddivisione per comparto produttivo evidenzia una tendenza di crescita del fatturato per i produttori di vino e le cantine sociali confrontabile con la media settoriale, a cui però corrisponde una gestione del capitale circolante opposta e posta incrementi elevati per le cantine sociali (+77,4%). Le distillerie denotano performance in linea con i valori medi settoriali, mentre il raggruppamento altro coniuga un consistente aumento di fatturato ad incremento più contenuto del fabbisogno di capitale corrente (rispettivamente +86% e +46,6%). Il campione di controllo si colloca ad un livello superiore alla media settoriale per il tasso di incremento del capitale circolante operativo netto, mentre la crescita delle vendite si attesta su livelli comparabili.

---

<sup>4</sup> In questo contesto la variazione del fatturato differisce dal valore riportato precedentemente a causa di difficoltà nel ribilanciamento del campione.



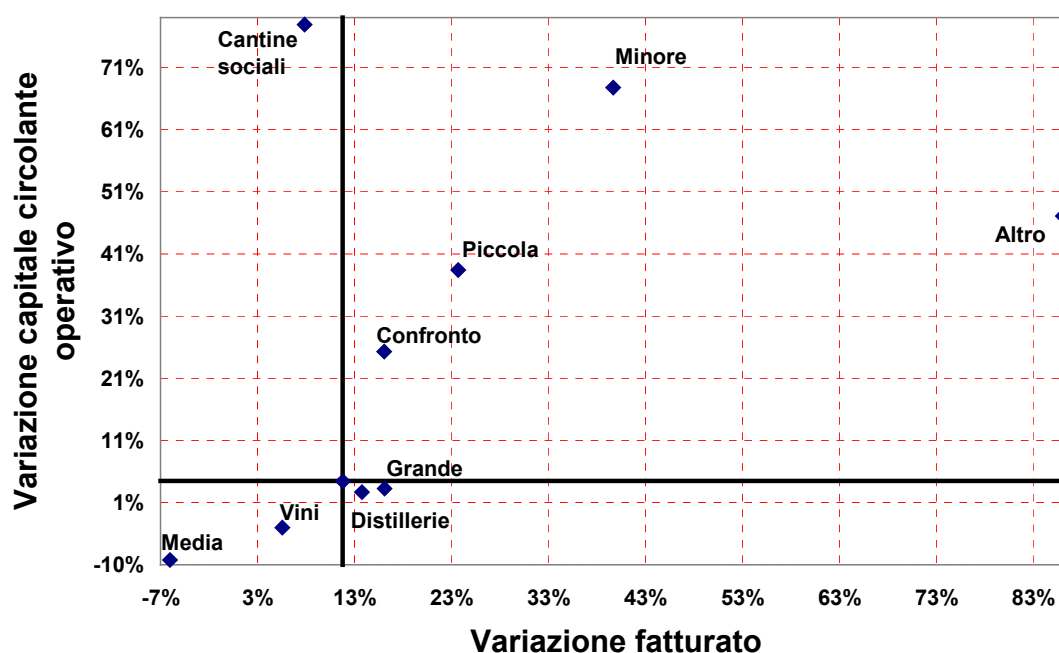


Figura 15: Variazioni del fatturato e del capitale circolante netto operativo (2001-1998)

L'analisi pone ora l'attenzione sulle voci che compongono il circolante ottenute dalla disaggregazione del dato complessivo nelle diverse partite correnti dell'attivo e del passivo di bilancio ed esprimendo ciascuna di questi componenti in rapporto al volume complessivo di vendita. I dati sono considerati al netto delle rivalutazioni monetarie facenti capo alle immobilizzazioni tecniche.

Le imprese operanti nel settore delle bevande mostrano in ciascuno dei quattro anni un maggiore fabbisogno di capitale circolante per ogni unità di fatturato rispetto agli altri settori manifatturieri. La forbice si è però ridotta nel quadriennio di circa 4 punti percentuali mostrando nel 2001 un divario pari a 9 punti percentuali. Tale dinamica consegue dal miglioramento di efficienza nella gestione delle voci patrimoniali correnti da parte delle imprese del raggruppamento bevande (-2,5%) rispetto al lieve peggioramento del benchmark (+1,7%). La scala produttiva non offre particolari elementi di discriminazione tra le dimensioni aziendali. Le imprese di minore e piccola dimensione mostrano una crescita dell'indicatore rispettivamente del 5,7% e 3,5%, la cui incidenza finale del circolante ammonta in entrambi i casi al 34%. Le medie e grandi imprese denotano una contrazione dell'indicatore, più consistente per queste ultime (-3,7%) ma gli

effetti sulla consistenza del circolante sono diversi. Infatti, le imprese di media dimensione si caratterizzano per l'incidenza più elevata del capitale circolante per unità monetaria (+44,6%), mentre le grandi imprese denotano l'incidenza di circolante minore tra tutte le dimensioni d'impresa (+28,4%).

Tra i comparti produttivi va evidenziata la peculiarità del raggruppamento altro, il cui livello di circolante per unità monetaria di fatturato è il più basso di tutti i comparti e pari a 2,9%, in diminuzione nel quadriennio di quasi un punto percentuale. Una giustificazione a tale tendenza può essere data dal fatto che il raggruppamento comprende anche produttori d'acqua per i quali, probabilmente, non è tanto indicata la gestione di un magazzino quanto piuttosto il rifornimento della grande distribuzione. Tale motivazione spiegherebbe l'elevata incidenza di circolante per le cantine sociali (+49,3% nel 2001 e in crescita nel quadriennio del 19,4%) e per i produttori di vino, che invece necessitano di un magazzino più consistente e durevole nel tempo (basti pensare che l'invecchiamento di certe qualità di vino richiede alcuni anni). I produttori di vini e distillati evidenziano indicatori di circolante oscillanti intorno al valor medio del 33% e in modesta diminuzione nel quadriennio.

Tab. 23: ANALISI DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO PER DIMENSIONE AZIENDALE E COMPARTO INDUSTRIALE									
		2001	2000	1999	1998	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	33,0%	34,0%	35,0%	35,5%	-1,0%	-1,0%	-0,5%	-2,5%
	Altri settori	24,0%	23,0%	22,8%	22,4%	1,0%	0,1%	0,5%	1,7%
<b>Minori</b>	Bevande	34,3%	32,3%	26,7%	28,6%	1,9%	5,6%	-1,9%	5,7%
	Altri settori	24,9%	23,8%	23,6%	23,8%	1,0%	0,2%	-0,2%	1,0%
<b>Piccole</b>	Bevande	34,4%	32,3%	36,3%	30,9%	2,1%	-4,0%	5,5%	3,5%
	Altri settori	25,2%	24,6%	24,7%	23,1%	0,6%	-0,1%	1,6%	2,1%
<b>Medie</b>	Bevande	44,6%	46,7%	44,8%	45,9%	-2,1%	1,9%	-1,1%	-1,3%
	Altri settori	28,7%	27,8%	26,2%	24,6%	0,9%	1,6%	1,6%	4,1%
<b>Grandi</b>	Bevande	28,4%	29,9%	31,0%	32,1%	-1,4%	-1,1%	-1,2%	-3,7%
	Altri settori	21,4%	20,3%	20,8%	21,1%	1,1%	-0,5%	-0,3%	0,3%
<b>Altro</b>		2,9%	5,6%	4,2%	3,7%	-2,7%	1,4%	0,5%	-0,8%
<b>Cantine sociali</b>		49,4%	41,7%	42,9%	30,0%	7,6%	-1,2%	12,9%	19,4%
<b>Distillerie</b>		37,4%	37,3%	40,6%	41,7%	0,1%	-3,3%	-1,1%	-4,2%
<b>Vini</b>		31,1%	33,0%	31,9%	34,1%	-1,8%	1,1%	-2,2%	-2,9%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

La tabella seguente concerne i dati circa la disaggregazione delle voci patrimoniali correnti di bilancio e in prima istanza rivela che le imprese piemontesi delle bevande

denotano una maggiore incidenza del magazzino rispetto ai livelli del campione di controllo, mentre l'incidenza dei crediti e dei debiti commerciali appare assestata su valori confrontabili. Si può pensare quindi ad una maggiore inefficienza nella gestione delle scorte; inoltre solo l'incidenza dei debiti a breve scadenza presenta una riduzione lungo il quadriennio pari a -3,1%.

La dimensione aziendale denota una discreta capacità di discriminazione, facendo emergere la buona performance della grande impresa. Per quanto concerne l'incidenza del magazzino, tutte le imprese denotano valori superiori al campione di controllo, ma la grande impresa è quella che evidenzia sia l'incidenza minore sia lo spread minore nei confronti del benchmark. Le grandi imprese differiscono anche per l'incidenza dei crediti e dei debiti commerciali. Infatti, indipendentemente dalla dimensione di scala produttiva, le imprese delle bevande sono caratterizzate da valori superiori al campione di controllo, mentre le grandi imprese evidenziano valori di incidenza dei crediti e dei debiti inferiori alle altre dimensioni d'impresa. L'indicatore relativo ai crediti è pari a 30,9% nelle grandi imprese, rispetto al 40-46% negli altri raggruppamenti d'impresa, mentre l'incidenza dei debiti è pari al 25,4% per le grandi rispetto a oscillazioni tra il 37-46% delle restanti. Tutte le dimensioni d'impresa evidenziano comunque una diffusa tendenza alla riduzione degli indicatori; le diminuzioni più significative fanno capo alla piccola impresa per la riduzione dell'incidenza dei debiti commerciali (-14,5%) e alla grande impresa per la contrazione dei crediti commerciali (-4,4%).

Il settore delle bevande presenta anche caratteristiche peculiari in base al comparto di riferimento. La disaggregazione dei dati conferma per il raggruppamento altro la più bassa incidenza del magazzino (5,8%), mentre l'incidenza dei crediti e dei debiti appare in linea con la tendenza media e si assesta su valori oscillanti intorno al 30%, in consistente diminuzione lungo il quadriennio (rispettivamente -7,4% e -8,4%). La dinamica delle cantine sociali rivela invece come il peso relativo ai magazzini, ai crediti e ai debiti commerciali sia il più consistente tra tutti i comparti (rispettivamente +51,8%, +44,8%, +47,2%); in particolare si registra una crescita intorno al 10% dell'incidenza dei magazzini e dei crediti sul fatturato. I produttori di vini e distillati mostrano una dinamica più omogenea, con indicatori posizionati intorno ai valori medi ed è il comparto distilleria che evidenzia la più bassa incidenza dei debiti sul fatturato (+22,5%).

Tab. 24: ANALISI DELLE COMPONENTI DEL CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO

		MAGAZZINO					CREDITI OPERATIVI					DEBITI OPERATIVI				
		2001	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98	2001	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98	2001	Var 01-00	Var 00-99	Var 99-98	Var 01-98
<b>Totale</b>	Bevande	28,3%	-1,3%	1,1%	1,0%	0,7%	35,9%	-0,5%	-0,6%	-2,0%	-3,1%	31,1%	-0,8%	1,4%	-0,4%	0,2%
	Altri settori	18,4%	1,3%	0,3%	-0,3%	1,2%	36,4%	-0,1%	-1,3%	2,5%	1,0%	30,8%	0,1%	-1,2%	1,7%	0,6%
<b>Minori</b>	Bevande	40,2%	0,7%	-2,0%	-4,0%	-5,3%	40,6%	-0,7%	2,1%	-4,9%	-3,5%	46,6%	-2,0%	-5,6%	-7,0%	-14,5%
	Altri settori	16,3%	0,6%	0,2%	-0,8%	0,0%	41,2%	-1,0%	-0,1%	-0,5%	-1,5%	32,7%	-1,4%	-0,1%	-1,1%	-2,5%
<b>Piccole</b>	Bevande	31,9%	-6,7%	2,3%	4,0%	-0,4%	39,7%	4,5%	0,1%	-2,4%	2,1%	37,1%	-4,3%	6,4%	-3,9%	-1,8%
	Altri settori	17,6%	-0,3%	0,5%	0,6%	0,8%	40,1%	-0,6%	-0,6%	2,1%	0,9%	32,5%	-1,5%	0,0%	1,1%	-0,4%
<b>Medie</b>	Bevande	39,2%	-1,1%	3,4%	0,8%	3,1%	46,5%	-2,8%	1,3%	0,6%	-0,9%	41,1%	-1,8%	2,9%	2,5%	3,5%
	Altri settori	20,2%	0,7%	0,8%	-0,9%	0,6%	39,6%	-0,5%	-0,2%	2,0%	1,3%	31,1%	-0,7%	-1,1%	-0,4%	-2,2%
<b>Grandi</b>	Bevande	23,0%	-0,5%	0,4%	1,0%	0,9%	30,9%	-0,7%	-1,1%	-2,5%	-4,4%	25,4%	0,2%	0,4%	-0,4%	0,3%
	Altri settori	17,7%	1,8%	0,0%	-0,2%	1,6%	34,0%	0,1%	-1,9%	2,8%	0,9%	30,3%	0,8%	-1,4%	2,8%	2,2%
<b>Altro</b>		5,8%	-1,1%	-1,7%	1,1%	-1,8%	31,8%	-5,5%	1,5%	-3,4%	-7,4%	34,7%	-4,0%	-1,6%	-2,9%	-8,4%
<b>Cantine sociali</b>		51,8%	-10,6%	7,6%	12,5%	9,6%	44,8%	8,7%	3,8%	-2,1%	10,4%	47,2%	-9,5%	12,6%	-2,4%	0,7%
<b>Distillerie</b>		25,7%	1,0%	-0,5%	1,2%	1,8%	34,3%	0,5%	-1,8%	-4,2%	-5,5%	22,5%	1,4%	1,0%	-1,9%	0,5%
<b>Vini</b>		30,0%	-1,6%	2,2%	-0,4%	0,3%	36,4%	-1,9%	-0,4%	-0,2%	-2,5%	35,2%	-1,7%	0,8%	1,6%	0,7%

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

### 5.6 Analisi delle componenti della redditività industriale

Il ROI industriale netto delle imprese del settore della produzione bevande piemontese mostra un progressivo incremento lungo tutto il quadriennio pari a 4,2 punti percentuali. Nei bienni 1998-1999 e 2000-2001 la crescita è pari a 1,7 punti percentuali, mentre nel biennio centrale 1999-2000 si verifica una minore incisività di incremento reddituale, inferiore al punto percentuale. Dal 5,4% del 1998, nel 2001 il ROI industriale netto del settore giunge ad un valore più soddisfacente (9,6%), accostandosi così alla performance del campione di controllo (12,2% nel 2001), in discesa nel quadriennio di 1,3 punti percentuali. La scomposizione dell'indicatore in oggetto evidenzia come la dinamica del ROI possa essere imputabile al miglioramento sia del ROS sia del ROT. Il margine delle vendite (ROS) segue una tendenza di crescita che ricalca l'andamento del ROI, con un aumento quadriennale costante e meno significativo nel biennio 1999-2000. Tale indice passa, infatti, da un valore del 3,2% del 1998 al 4,1% del 1999, per poi crescere solo fino a 4,5% nel 2000 e innalzarsi fino a 5,3% nel 2001. Più consistente è la dinamica di crescita dell'indicatore di rotazione (ROT), il cui incremento dell'11,3% (da 1,7 a 1,81) ha comportato un recupero di efficienza operativa.

I grafici successivi mostrano le variazioni congiunte di ROS e ROT per ogni dimensione e comparto d'impresa sin qui analizzato dal 1998 al 2001. Gli assi cartesiani denotano i valori medi degli indicatori di redditività riferiti al settore delle bevande nel suo complesso. La linea spezzata rappresenta le possibili coppie di margine sulle vendite e rotazione del capitale investito che corrispondono al ROI medio settoriale. Nel corso del quadriennio si è rafforzata la redditività del settore delle bevande, a discapito del campione di confronto che invece perde redditività proprio nell'ultimo anno.

In merito alla dimensione aziendale, le imprese minori e medie nel 2001 non riescono a mantenere una posizione reddituale superiore alla media, collocandosi nel quadrante in basso a sinistra che contraddistingue le aree maggiormente in difficoltà, con valori di ROS e ROT inferiori alla media settoriale. Le imprese minori, in particolare, soffrono nel quadriennio di una contrazione dell'indice di rotazione del 17% e del margine sulle vendite di 4,2 punti percentuali. La piccola e la grande impresa mostrano invece una tendenza maggiormente in linea con la media, con aumenti del margine sulle vendite di circa 4 punti percentuali. In particolare la grande impresa mostra una solidità reddituale tale da posizionarla al di sopra del valor medio, in conseguenza del più consistente aumento dell'indicatore di rotazione (+25,6%).

L'analisi dell'andamento dei comparti evidenzia nel 2001 una performance reddituale dei produttori di vini e del raggruppamento altro in linea con i valori medi settoriali: i produttori di acqua, birra e bibite hanno beneficiato nel quadriennio di un aumento del margine sulle vendite e dell'indice di rotazione (+5,7 punti percentuali e +44,3% rispettivamente, in entrambi i casi i più elevati tra i comparti), mentre il settore vinicolo ha registrato una variazione significativa solo nell'indice di rotazione (+11,1%). Le cantine sociali si assestano su margini di vendita pressoché costanti nel quadriennio, mentre il ROT diminuisce del 15,5%, facendo sì che la situazione reddituale del comparto sia sempre inferiore alla media. Le distillerie mostrano invece un incremento di entrambi gli indicatori (ROS in crescita di 5 punti percentuali, ROT +20,1%), raggiungendo una solidità reddituale superiore alla media.

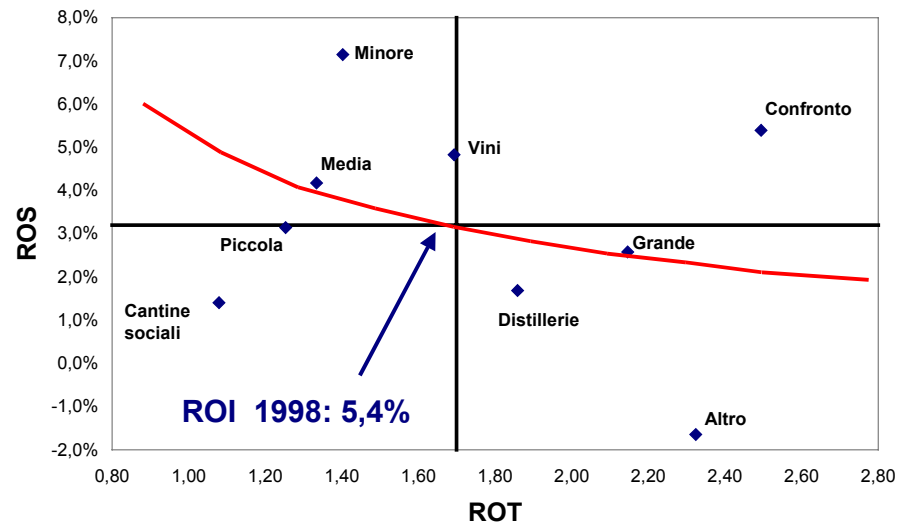
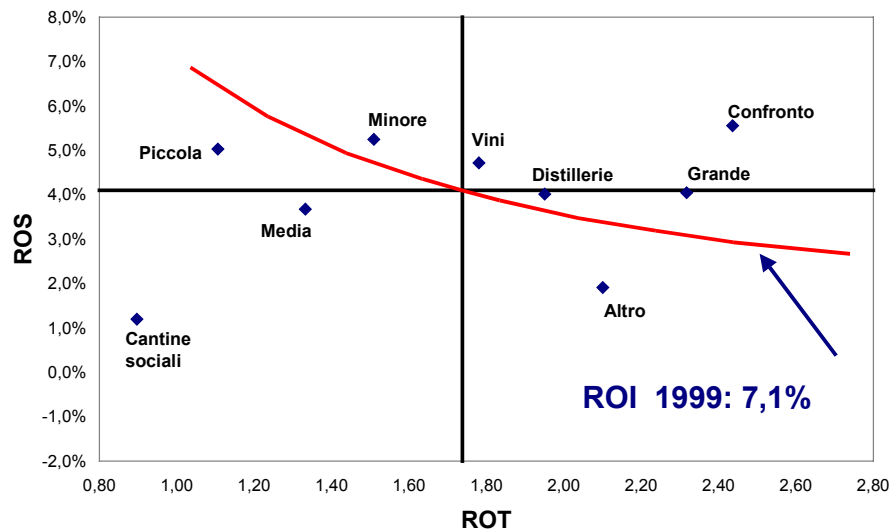
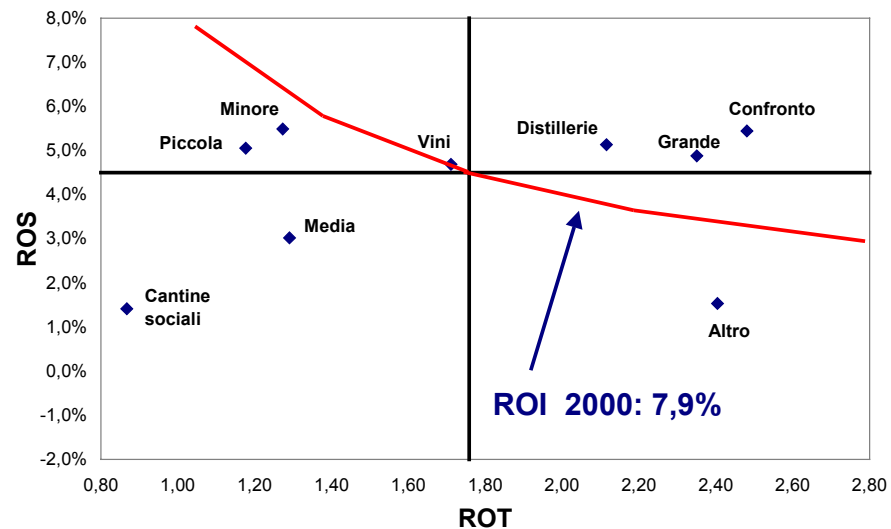
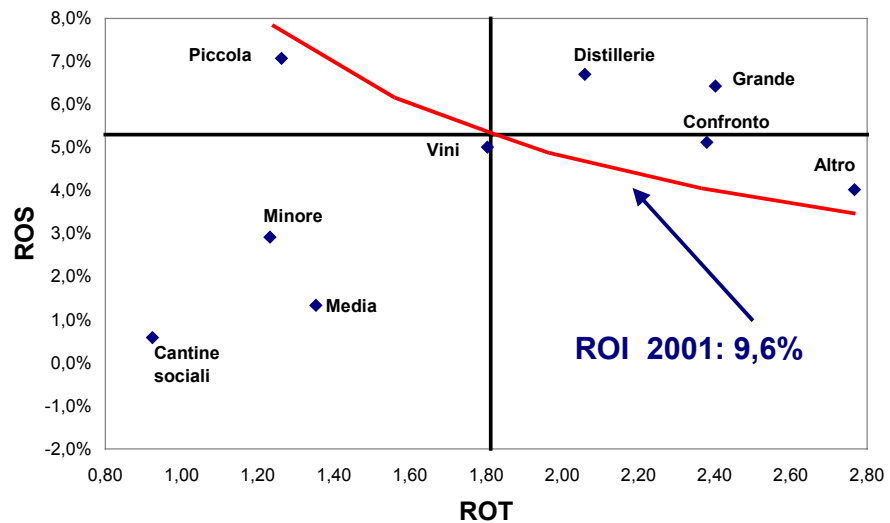


Figura 16: Composizione della redditività operativa (2001-1998)

## 5.7 Analisi della leva finanziaria

L'analisi strutturale fino a qui condotta non può prescindere da alcune considerazioni puntuali circa le condizioni inerenti alla leva finanziaria. La suddivisione tra i vari effetti leva consegue dal segno assunto dalla differenza tra ROI finanziario<sup>5</sup> e costo del capitale di debito. Più è ampio lo spread tra le due grandezze tanto maggiore è la possibilità di utilizzare la leva del finanziamento esterno per migliorare la redditività del capitale proprio. I tassi di remunerazione dei debiti finanziari di fonte Banca d'Italia assumono i seguenti valori nel quadriennio: 7,35% nel 1998; 5,31% nel 1999; 5,93% nel 2000; 6,11% nel 2001.

Le imprese piemontesi operanti nel settore delle bevande hanno beneficiato nel quadriennio di un incremento nel numero di imprese con tasso di redditività superiore al costo del capitale di debito (57,9% nel 2001 e 40,3% nel 1998). Se si considera l'effettivo sfruttamento della leva finanziaria, si evince che la percentuale di imprese in grado di cogliere le opportunità connesse al differenziale dei tassi di rendimento è poco superiore alla metà del totale (da 22,8% nel 1998 a 33,3% nel 2001). Ne consegue che è aumentato anche il numero di aziende la cui struttura finanziaria non è pronta a cogliere i suddetti benefici (da 17,5% nel 1998 a 24,6% nel 2001). La percentuale di imprese la cui redditività è inferiore al costo del debito resta quasi invariata lungo tutto il quadriennio. Il campione di controllo mostra invece un sostanziale mantenimento delle medesime strutture finanziarie lungo tutto il quadriennio.

Tab. 25: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE BEVANDE SECONDO IL GRADO DI LEVA FINANZIARIA PER PROVINCIA								
	2001				1998			
	EFF. LEVA NEGATIVA	LEVA NEG. LIMITATA	LEVA POS. NON UTIL.	EFF. LEVA POSITIVA	EFF. LEVA NEGATIVA	LEVA NEG. LIMITATA	LEVA POS. NON UTIL.	EFF. LEVA POSITIVA
<b>Bevande</b>	35,1	7,0	24,6	33,3	36,8	22,8	17,5	22,8
Altri settori	14,7	8,3	37,2	39,7	14,9	8,6	36,5	40,0

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

<sup>5</sup> Il ROI finanziario utilizzato nell'ambito dell'analisi della leva finanziaria differisce dal ROI industriale precedentemente considerato in merito alle considerazioni reddituali. Il ROI finanziario è calcolato come rapporto tra il reddito corrente ante oneri finanziari e capitale investito netto nell'attività operativa e atipica.

La suddivisione in base alla dimensione aziendale evidenzia in prima istanza percentuali di imprese con leva positiva, utilizzata e non, negli altri settori manifatturieri rispetto al settore delle bevande. Tale osservazione non può prescindere da una corretta osservazione della dinamica intrapresa dai produttori di bevande. Infatti, nel 1998 le imprese di piccola e media dimensione che mostrano un effetto leva positiva oscillano intorno al 15%, mentre nel 2001 si assiste ad un incremento di circa 15 punti percentuali in ciascun raggruppamento. Tale miglioramento consegue dalla riduzione delle imprese con leva negativa limitata e, nelle medie imprese, anche di quelle con effetto leva negativa. Tutte le grandi imprese evidenziano una struttura finanziaria con leva positiva, anche se il 60% del campione non sa coglierne i benefici. La generale tendenza all'aumento della quota parte di imprese con effetto leva positivo potrebbe essere indotto dai tassi di remunerazione del debito finanziario, desunti dalla Banca d'Italia, che appaiono in diminuzione lungo il quadriennio (da 7,35% nel 1998 a 6,11% nel 2001). Tuttavia, va evidenziato come solo le imprese di media dimensione riducano l'incidenza della categoria caratterizzata da effetto leva negativa. In tale ambito, le piccole e le grandi imprese non denotano variazioni quadriennali mentre le imprese minori evidenziano un incremento della suddetta categoria del 7,7%. Dall'osservazione di dati di può inoltre dedurre che maggiore è la dimensione di impresa, maggiore è l'incapacità di sfruttare le opportunità finanziarie legate allo spread tra i tassi. Il fenomeno è particolarmente evidente nelle grandi imprese, la cui percentuale di imprese con mancato sfruttamento della leva finanziaria triplica durante il quadriennio, mentre si mostra più contenuto solo nelle imprese di minore dimensione.

Tab. 26: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE BEVANDE SECONDO IL GRADO DI LEVA FINANZIARIA PER DIMENSIONE AZIENDALE									
		2001				1998			
		EFF. LEVA NEGATIVA	LEVA NEG. LIMITATA	LEVA POS. NON UTIL.	EFF. LEVA POSITIVA	EFF. LEVA NEGATIVA	LEVA NEG. LIMITATA	LEVA POS. NON UTIL.	EFF. LEVA POSITIVA
<b>Minori</b>	<i>Bevande</i>	38,5	7,7	15,4	38,5	30,8	15,4	15,4	38,5
	<i>Altri settori</i>	15,1	9,6	30,7	44,6	16,2	11,9	29,6	42,3
<b>Piccole</b>	<i>Beverage</i>	41,7	8,3	20,8	29,2	41,7	20,8	20,8	16,7
	<i>Altri settori</i>	12,9	8,3	39,4	39,4	13,9	8,2	37,2	40,8
<b>Medie</b>	<i>Beverage</i>	33,3	6,7	26,7	33,3	46,7	26,7	13,3	13,3
	<i>Altri settori</i>	16,0	7,6	37,7	38,6	14,8	7,2	39,1	38,9
<b>Grandi</b>	<i>Beverage</i>	0,0	0,0	60,0	40,0	0,0	40,0	20,0	40,0
	<i>Altri settori</i>	19,7	8,7	37,0	34,6	18,9	10,2	37,0	33,9
<b>Bevande</b>		<b>35,1</b>	<b>7,0</b>	<b>24,6</b>	<b>33,3</b>	<b>36,8</b>	<b>22,8</b>	<b>17,5</b>	<b>22,8</b>
Altri settori		14,7	8,3	37,2	39,7	14,9	8,6	36,5	40,0

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio



L'analisi per comparti è foriera di diversi comportamenti, difficilmente identificabili secondo una tendenza comune. Le imprese del raggruppamento altro migliorano la propria struttura finanziaria lungo il quadriennio, dimezzando la percentuale di imprese con leva negativa a favore del corrispettivo aumento delle imprese con leva positiva. Anche i produttori di vino migliorano la struttura finanziaria, sebbene la tendenza a non sfruttare la forbice che separa i tassi sia ampiamente diffusa. Le cantine sociali, a causa della contrazione del ROI, peraltro già contenuto, denotano un'elevata percentuale di imprese con effetto leva negativo. Il comparto distilleria si distingue per una struttura finanziaria inadatta allo sfruttamento della leva: nonostante il ROI sia sopra il livello medio, il raggruppamento leva positiva limitata raccoglie ben il 71,4% delle imprese.

Tab. 27: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE BEVANDE SECONDO IL GRADO DI LEVA FINANZIARIA PER COMPARTO								
	2001				1998			
	EFF. LEVA NEGATIVA	LEVA NEG. LIMITATA	LEVA POS. NON UTIL.	EFF. LEVA POSITIVA	EFF. LEVA NEGATIVA	LEVA NEG. LIMITATA	LEVA POS. NON UTIL.	EFF. LEVA POSITIVA
Altro	33,3	0,0	0,0	66,7	66,7	0,0	0,0	33,3
Cantine sociali	68,8	12,5	6,3	12,5	50,0	37,5	6,3	6,3
Distillerie	14,3	0,0	71,4	14,3	28,6	28,6	42,9	0,0
Vini	22,6	6,5	25,8	45,2	29,0	16,1	19,4	35,5
<b>Bevande</b>	<b>35,1</b>	<b>7,0</b>	<b>24,6</b>	<b>33,3</b>	<b>36,8</b>	<b>22,8</b>	<b>17,5</b>	<b>22,8</b>

Fonte: Elaborazione Ceris-Cnr su dati di bilancio

## 6 Nota metodologica sui dati di bilancio e gli indicatori

Tutti i dati di bilancio utilizzati in questo rapporto sono espressi in Euro. La definizione del contenuto delle voci tiene conto dei limiti di dettaglio disponibili sui bilanci delle società. A seguito della rivalutazione delle immobilizzazioni tecniche consentita dalla lg. 342/00, si è provveduto a rettificare le relative voci contabili dei bilanci 2001 e 2000. In particolare sono state rettificate: le immobilizzazioni tecniche nette; il capitale proprio; i debiti tributari; la quota ammortamento e i conseguenti margini di redditività; le imposte di esercizio. Data la possibilità di adottare più regimi di rivalutazione, si è stimato un carico fiscale sulla rivalutazione applicata pari a 18%, un'aliquota media di ammortamento del 20% (ritenuta come soglia accettabile in grado di offrire un beneficio fiscale dall'applicazione della rivalutazione monetaria) e un'aliquota IRPEG del 35% (ridotta di due punti rispetto all'aliquota tradizionale al fine di tenere conto della *Dual Incom Tax*). Per queste ragioni, nel rapporto verranno riportati sia i valori contabili, sia quelli rettificati per tutte le seguenti grandezze e indicatori: immobilizzazioni tecniche nette; produttività del capitale; indice di dipendenza finanziaria; indice di indebitamento (*leverage*); indice di copertura delle immobilizzazioni; ROI (*Return on Investments*) finanziario; ROE (*Return on Equity*); ROI (*Return on Investments*) industriale; ROS (*Return on sales*); ROT (indice di rotazione del capitale investito); indice di autofinanziamento.

### INDICATORI DI SVILUPPO

- **Fatturato:** sono indicati il valore delle vendite di merci e servizi (al netto di sconti e abbuoni) e i recuperi di costi ed addebiti.
- **Occupazione:** viene preso in considerazione il numero dei dipendenti riportato nella nota integrativa.
- **Immobilizzazioni tecniche nette:** è pari alla somma tra immobilizzazioni materiali e immateriali al netto dei rispettivi fondi di ammortamento.

### INDICATORI DI ATTIVITÀ INDUSTRIALE

- **Grado di integrazione verticale:** è pari al rapporto tra valore aggiunto e fatturato. Valori più elevati di tale rapporto indicano una maggiore quota di ricchezza prodotta internamente e minori costi esterni. Tale caratteristica è propria di strutture integrate verticalmente.

- ***Produttività del lavoro:*** è pari al rapporto tra valore aggiunto e dipendenti. Tale indicatore è strettamente connesso alla tipologia di attività (a maggiore o minore assorbimento di risorse umane) e risulta particolarmente valido nei confronti settoriali per verificare se aziende simili presentano maggiore o minore produttività.
- ***Produttività del capitale:*** è pari al rapporto tra valore aggiunto e immobilizzazioni tecniche nette. Tale indicatore dipende dal grado di intensità di capitale, ovvero dall'incidenza del costo del capitale fisico per unità monetaria di fatturato. Tale indice deve essere valutato con una certa cautela, dal momento che la possibilità di rivalutare i cespiti potrebbe generare forti distorsioni e perdita di omogeneità lungo le serie storiche. Risulta, pertanto, particolarmente importante correggere i valori delle immobilizzazioni dalla rivalutazioni eventualmente iscritte in bilancio. Per altri versi tale indicatore è condizionato dalle politiche di ammortamento delle imprese.
- ***Costo del lavoro per dipendente:*** Sono indicati tutti i costi medi attinenti al personale dipendente (salari, contributi e accantonamento al fondo trattamento di fine rapporto). Valori molto elevati indicano una remunerazione del personale sopra i livelli di mercato, per le caratteristiche del contratto in vigore o per la prevalenza di figure professionali di elevato profilo.

#### INDICI DI STRUTTURA PATRIMONIALE

- ***L'indice di dipendenza finanziaria*** consente di esprimere in quale misura l'impresa ha finanziato i propri impieghi ricorrendo al capitale di debito. Tale indice è calcolato come rapporto tra il totale dei debiti finanziari e commerciali e il capitale investito (totale sezione impieghi.) Esso può oscillare nell'intervallo di estremi pari a 1 (quando l'impresa finanzia la propria attività ricorrendo esclusivamente al capitale di debito) e a 0 (quando l'iniziativa è interamente sostenuta dal capitale proprio). In relazione a molte analisi condotte sul rischio di insolvenza, in prima approssimazione, si riscontra una condizione di equilibrio finanziario se l'indice risulta inferiore o uguale al 40%, normale se compreso tra il 40% e 70% e infine negativa se superiore al 70%.
- ***L'indice di indebitamento*** o leverage è dato dal rapporto tra debiti finanziari e capitale proprio. Il range di normalità varia dal 40% al 150%, valori superiori segnalano un rischio finanziario elevato. Tale indice è condizionato dalle caratteristiche intrinseche del business (rischiosità e prospettive di sviluppo), dalla dimensione d'impresa, dalle politiche tributarie (tassazione societaria, tassazione personale, scudi

fiscali per effetto del ricorso all'indebitamento). Ne consegue che fattori come l'inasprimento dell'imposizione fiscale e i limitati strumenti finanziari della piccola impresa, fanno propendere verso l'indebitamento, mentre l'intensificarsi del rischio operativo, gli investimenti in nuovi business, le facilitazioni per la grande impresa all'accesso al mercato azionario orientano il management verso il capitale proprio.

#### **EQUILIBRIO FINANZIARIO E PATRIMONIALE**

La situazione finanziaria è stata analizzata tramite il modello integrato margine-struttura e fonti-impieghi e più precisamente tramite l'analisi progressiva degli indici di copertura delle immobilizzazioni e di liquidità.

- ***L'indice di copertura delle immobilizzazioni*** è ottenuto come rapporto tra la somma del capitale proprio e i debiti a medio lungo termine rispetto alle immobilizzazioni nette. Esso segnala se le fonti finanziarie a carattere duraturo sono in grado di coprire il valore delle immobilizzazioni. La condizione di equilibrio finanziario è garantita nel caso in cui l'indice assuma un valore superiore all'unità. Diversamente, individua una situazione anomala, in quanto le fonti a breve durata finanziano attività, che richiedono tempo per il recupero e la relativa trasformazione in mezzi liquidi. Dalla valutazione dell'indice di copertura delle immobilizzazioni è possibile individuare nei campioni analizzati le imprese squilibrate, per quanto riguarda le rimanenti imprese è possibile individuare gradi diversi di equilibrio.
- ***L'indice di liquidità*** è una misura parziale (in quanto riferita esclusivamente al breve termine) della solvibilità dell'impresa, poiché esprime la capacità di soddisfare con disponibilità liquide o facilmente liquidabili, il pagamento di debiti a breve termine di natura finanziaria o operativa. Esso è calcolato come rapporto tra la somma delle liquidità immediate e differite rispetto ai debiti a breve termine, sia finanziari che operativi. Secondo la dottrina tradizionale le situazioni equilibrate sono date da valori maggiori ad uno, per cui tutti i debiti a breve devono essere coperti da crediti o liquidità, l'interpretazione più corrente, in particolare per la situazione italiana, considera risultati positivi valori maggiori allo 0,8.

Sulla base delle valutazioni di questi indici sono state identificate 3 possibili situazioni finanziarie:

1. Squilibrata: indice di copertura delle immobilizzazioni inferiore a uno.
2. Instabile: indice di copertura delle immobilizzazioni maggiore di uno e indice di liquidità inferiore a 0,8.

3. Equilibrata: indice di copertura delle immobilizzazioni maggiore di uno e indice di liquidità maggiore di 0,8.

La figura seguente rappresenta una schematizzazione dello Stato Patrimoniale, opportunamente riclassificato al fine di evidenziare le grandezze utili in questo contesto di indagine.

CAP. FISSO	ATTIVO FISSO NETTO	CAPITALE PROPRIO	PASSIVO CONSOLIDATO
	MAGAZZINO	DEBITI A M/L TERMINE	
CAP. CIRC. LORDO	DISPONIBILITÀ LIQUIDE DIFFERITE	DEBITI A BREVE TERMINE	PASS. CORR.
	DISPONIBILITÀ LIQUIDE IMMEDIATE		

#### ANALISI DELLA LEVA FINANZIARIA

La leva finanziaria rappresenta il principale strumento metodologico al fine di evidenziare la relazione tra redditività operativa (ROI, *Return on Investments*) e redditività del patrimonio netto aziendale (ROE, *Return on Equity*).

Indicando con *i* il tasso medio di onerosità dell'indebitamento, riferito al settore industriale, si può scrivere la seguente formula:

$$ROE = ROI + (ROI-i) * \frac{\text{Debiti finanziari}}{\text{Capitale proprio}}$$

I tassi di remunerazione dei debiti finanziari desunti dai documenti della Banca d'Italia assumono i seguenti valori: 5,5% nel 1999, 6,3% nel 2000, 6,9% nel 2001.

Il secondo addendo è l'effetto di leva finanziaria. L'attività di produzione implica il reperimento di risorse finanziarie sul mercato dei capitali e quindi la necessità di remunerare adeguatamente tali risorse, ad un tasso che rifletta le condizioni di equilibrio del

mercato. Il pagamento può essere effettuato tramite il surplus derivante dalla gestione operativa dell'impresa. Appare, quindi, del tutto coerente confrontare il tasso  $i$  con il saggio di rendimento ROI, del capitale impiegato.

Il ROI utilizzato nella precedente formulazione è ottenuto come rapporto tra il reddito corrente ante oneri finanziari (al netto, quindi, dei proventi finanziari e del saldo tra ricavi ed oneri straordinari) e capitale investito netto operativo ed atipico. Tale indicatore prende il nome di ROI finanziario.

Ad un primo livello di analisi si può affermare che, qualora la redditività degli investimenti sia maggiore o uguale al costo dei fondi, l'impresa è vitale; viceversa, si manifestano elementi di criticità e di disequilibrio gestionale.

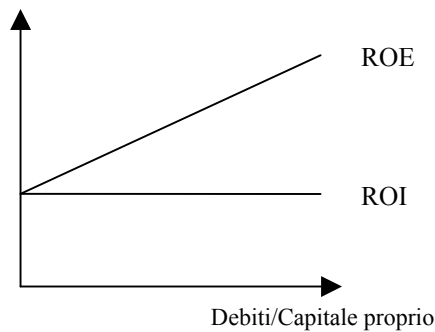
Inserendo il livello di indebitamento come ulteriore elemento strategico si perviene alla formulazione estesa della leva finanziaria precedentemente esplicitata. L'assunzione di debiti comporta conseguentemente rischi. Tuttavia, se il tasso di rendimento sulle attività totali è maggiore del costo del reperimento delle risorse impiegate nella struttura operativa, un grado di indebitamento crescente genererà uno scostamento positivo tra ROE e ROI. La convenienza all'indebitamento discenderà dal basso costo delle risorse finanziarie rispetto alla loro capacità di generare margini operativi elevati. In pratica, dati il capitale investito, la redditività operativa ed il costo dell'indebitamento, a parità di aliquota d'imposta sul reddito, la leva dell'indebitamento produrrà un effetto moltiplicativo sul ROE.

Viceversa, nel caso in cui il tasso di accesso alle risorse finanziarie esterne sia superiore al tasso interno di remunerazione del capitale operativo, un eccessivo indebitamento non può far altro che erodere la remunerazione del capitale proprio, a causa di una gestione extra-operativa eccessivamente onerosa.

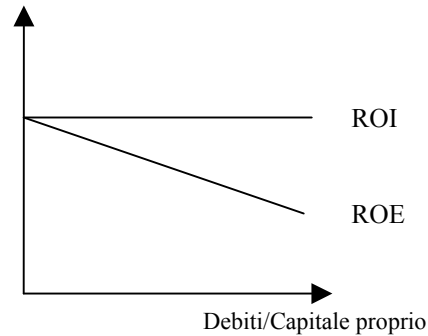
Nella successiva figura viene proposta una rappresentazione grafica del concetto di leva finanziaria precedentemente esposto.

Ovviamente il grado di indebitamento non potrà essere esteso illimitatamente senza causare forti squilibri strutturali dal punto di vista finanziario e patologiche situazioni di tensione di tesoreria. In tal senso la dottrina aziendale ha costantemente cercato di individuare le soglie critiche d'accesso al debito, nella considerazione delle tipologie di rischi assunti. In linea pratica, in periodi di bassa inflazione e tassi di interesse stabili e contenuti, le soglie possono essere innalzate senza generare squilibri nell'assetto finanziario.

### Relazione tra ROE e ROI (leva finanziaria)



[effetto leva positivo:  $ROI > i$ ]



[effetto leva negativo:  $ROI < i$ ]

La finalità di questa sezione è, dunque, quella di rappresentare il giudizio sull'effetto e l'impiego della leva finanziaria a seconda dei vari raggruppamenti proposti. Per questo motivo sono stati definite le seguenti quattro tipologie di giudizio:

- *effetto leva positivo*,  $ROI > i$  e rapporto (Debiti finanziari/Capitale proprio) superiore ad 1. Si riscontra un ricorso strategico alle risorse finanziarie esterne data la differenza positiva tra il loro tasso di rendimento ed il loro costo;
- *leva positiva limitata*,  $ROI > i$  e rapporto (Debiti finanziari/Capitale proprio) inferiore ad 1. In tale situazione il ricorso ai finanziamenti esterni è sottodimensionato data la possibilità di ottenere un rendimento interno superiore al costo;
- *leva negativa limitata*,  $ROI < i$  e rapporto (Debiti finanziari/Capitale proprio) inferiore ad 1. Il ricorso al capitale di terzi è limitato, data l'eccessivo costo delle risorse rispetto al rendimento;
- *effetto leva negativo*,  $ROI < i$  e rapporto (Debiti finanziari/Capitale proprio) superiore ad 1. Si ha un ricorso al capitale di terzi eccessivo rispetto all'onerosità delle risorse, in confronto al loro rendimento interno.

### ANALISI DELLE VARIAZIONI DEL CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO

Le attività di produzione e vendita di un'impresa devono essere adeguatamente supportate dalle disponibilità di capitale necessario alla copertura dei fabbisogni finanziari operativi, quelli legati al ciclo produttivo e commerciale ovvero le componenti del capitale circolante operativo netto (scorte di materiali, semilavorati e prodotti finiti, crediti commerciali al netto dei debiti commerciali). Poiché il livello del magazzino, dei crediti verso clienti e dei debiti verso i fornitori, dipendono dalle politiche gestionali adottate, esprimendo tali voci in rapporto alla loro incidenza percentuale sul volume del fatturato,

sarà possibile ottenere la relazione che lega il livello dei fabbisogni finanziari correnti ai volumi di attività dell'impresa e verificare se nell'arco temporale analizzato in questa ricerca sono mutate le condizioni e le politiche gestionali.

- **Capitale circolante operativo netto:**  $\text{Magazzino} + \text{Crediti verso clienti} - \text{Debiti verso fornitori}$ .
- **Indice del capitale circolante netto operativo su fatturato:** rapporto tra capitale circolante operativo netto e fatturato.
- **Indice del magazzino su fatturato:** rapporto tra il totale magazzino (composto dalle scorte di prodotti finiti, dai semilavorati, dalle materie prime e dagli anticipi pagati per la fornitura di merci) e il fatturato.
- **Indice dei crediti commerciali su fatturato:** rapporto tra il totale dei crediti commerciali al netto dei relativi fondi di svalutazione e il fatturato.
- **Indice dei debiti commerciali su fatturato:** rapporto tra il totale dei debiti commerciali al netto dei relativi fondi di svalutazione e il fatturato.

#### INDICATORI DI REDDITIVITÀ

- **Return on equity:** il ROE si sofferma sui margini netti ed esprime una misura della percentuale di rendimento per gli azionisti o proprietari dell'impresa. È calcolato esprimendo il profitto al netto degli oneri e proventi finanziari e straordinari e delle imposte come percentuale del capitale proprio al netto dell'ultimo risultato d'esercizio conseguito. Le imprese con patrimonio negativo sono state escluse dal calcolo del ROE in tutti i diversi raggruppamenti.

Non esiste un valore fisiologico del ROE, in quanto questo varia molto in relazione al settore di riferimento. Tale indicatore consente a chi ha fornito il capitale di valutare l'economicità del proprio investimento ed eventualmente confrontarlo con investimenti alternativi. Per chi sta analizzando l'azienda esso rappresenta un indicatore immediato della redditività aziendale.

- **Return on investment:** il ROI industriale considera come criterio la misura di redditività operativa intesa come misura della remunerazione per le attività caratteristiche dell'impresa.

Molteplici sono le possibilità di calcolare il tasso di redditività del capitale investito. In questo lavoro si è optato per un indice determinato dal rapporto tra margine operativo



netto, che indica il contributo economico della gestione operativa al risultato economico dell'impresa, prescindendo dagli impieghi atipici e dalle differenti forme di finanziamento dell'attività produttiva, ed il totale del capitale investito al netto degli impieghi atipici e dei debiti commerciali.

Il ROI è scomponibile in modo tale da evidenziare i fattori fondamentali di incidenza sulla redditività d'impresa. Inoltre, attraverso l'effetto di leva finanziaria il ROI può essere messo in relazione con il ROE al fine di consentire ulteriori valutazioni ed approfondimenti. Si sottolinea che il ROI calcolato in questo modo differisce dal ROI finanziario applicato nella definizione della leva finanziaria.

In particolare il ROI industriale è la risultante della moltiplicazione di due indici ausiliari:

- ***l'indice di redditività delle vendite*** o margine delle vendite (ROS, *Return on Sales*), calcolato come rapporto tra margine operativo netto e fatturato. Il ROS identifica il profitto caratteristico dell'impresa come percentuale delle vendite. È un indice quasi universalmente utilizzato nella misurazione dei risultati di profitto aziendali. Esso esprime la politica economico-gestionale dell'impresa tramite la capacità dell'impresa di estrarre profitti dalle proprie vendite, attraverso un adeguato contenimento dei costi operativi.
- ***l'indice di rotazione del capitale investito*** (ROT) calcolato come rapporto tra il totale del fatturato e il capitale investito netto nell'area industriale. Il ROT è, invece, scarsamente considerato nelle stime della performance aziendale, ma il suo ruolo nella determinazione del valore della redditività del capitale investito è efficace ed importante quanto il margine delle vendite. Il valore assunto dall'indicatore è correlato a valori elevati di capitale circolante, quindi per imprese commerciali l'indicatore dovrebbe assumere valori molto superiori rispetto alle imprese industriali.

Grande attenzione è oggi rivolta ad una più efficiente utilizzazione delle attività. Ad esempio sono ormai diffuse le scelte produttive a ciclo continuo con turni serali e festivi al fine di incrementare l'intensità di utilizzo delle attività disponibili. Inoltre sono altrettanto noti gli impatti sulla politica di gestione delle scorte delle tecniche di *Just in Time*. Entrambi gli orientamenti gestionali-organizzativi mirano ad incrementare il valore delle vendite sul totale delle attività.

È compito di ciascun gruppo dirigente identificare quella combinazione di margine delle

vendite e di rotazione delle attività che fornisca, alla propria impresa, la migliore performance in accordo con la natura e la struttura organizzativa dell'impresa.

## WORKING PAPER SERIES (2003-1993)

### 2003

- 1/03 *Models for Measuring the Research Performance and Management of the Public Labs*, by Mario Coccia, March
- 2/03 *An Approach to the Measurement of Technological Change Based on the Intensity of Innovation*, by Mario Coccia, April
- 3/03 *Verso una patente europea dell'informazione: il progetto EnIL*, by Carla Basili, June
- 4/03 *Scala della magnitudo innovativa per misurare l'attrazione spaziale del trasferimento tecnologico*, by Mario Coccia, June
- 5/03 *Mappe cognitive per analizzare i processi di creazione e diffusione della conoscenza negli Istituti di ricerca*, by Emanuele Cadario, July
- 6/03 *Il servizio postale: caratteristiche di mercato e possibilità di liberalizzazione*, by Daniela Boetti, July
- 7/03 *Donne-scienza-tecnologia: analisi di un caso di studio*, by Anita Calcatelli, Mario Coccia, Katia Ferraris and Ivana Tagliafico, July
- 8/03 SERIE SPECIALE. OSSERVATORIO SULLE PICCOLE IMPRESE INNOVATIVE TRIESTE. *Imprese innovative in Friuli Venezia Giulia: un esperimento di analisi congiunta*, by Lucia Rotaris, July
- 9/03 *Regional Industrial Policies in Germany*, by Helmut Karl, Antje Möller and Rüdiger Wink, July
- 10/03 SERIE SPECIALE. OSSERVATORIO SULLE PICCOLE IMPRESE INNOVATIVE TRIESTE. *L'innovazione nelle new technology-based firms in Friuli-Venezia Giulia*, by Paola Guerra, October
- 11/03 SERIE SPECIALE. *Lo stato di salute del sistema industriale piemontese: analisi economico-finanziaria delle imprese piemontesi*, Secondo Rapporto 1998-2001, December
- 12/03 SERIE SPECIALE. *Osservatorio sulla dinamica economico-finanziaria delle imprese della meccanica specializzata in Piemonte*, Primo Rapporto 1998-2001, December
- 13/03 SERIE SPECIALE. *Osservatorio sulla dinamica economico-finanziaria delle imprese delle bevande in Piemonte*, Primo Rapporto 1998-2001, December

### 2002

- 1/02 *La valutazione dell'intensità del cambiamento tecnologico: la scala Mercalli per le innovazioni*, by Mario Coccia, January
- 2/02 SERIE SPECIALE IN COLLABORAZIONE CON HERMES. *Regulatory constraints and cost efficiency of the Italian public transit systems: an exploratory stochastic frontier model*, by Massimiliano Piacenza, March
- 3/02 *Aspetti gestionali e analisi dell'efficienza nel settore della distribuzione del gas*, by Giovanni Fraquelli and Fabrizio Erbetta, March
- 4/02 *Dinamica e comportamento spaziale del trasferimento tecnologico*, by Mario Coccia, April
- 5/02 *Dimensione organizzativa e performance della ricerca: l'analisi del Consiglio Nazionale delle Ricerche*, by Mario Coccia and Secondo Rolfo, April
- 6/02 *Analisi di un sistema innovativo regionale e implicazioni di policy nel processo di trasferimento tecnologico*, by Monica Cariola and Mario Coccia, April
- 7/02 *Analisi psico-economica di un'organizzazione scientifica e implicazioni di management: l'Istituto Elettrotecnico Nazionale "G. Ferraris"*, by Mario Coccia and Alessandra Monticone, April
- 8/02 *Firm Diversification in the European Union. New Insights on Return to Core Business and Relatedness*, by Laura Rondi and Davide Vannoni, May
- 9/02 *Le nuove tecnologie di informazione e comunicazione nelle PMI: un'analisi sulla diffusione dei siti internet nel distretto di Biella*, by Simona Salinari, June
- 10/02 *La valutazione della soddisfazione di operatori di aziende sanitarie*, by Gian Franco Corio, November
- 11/02 *Analisi del processo innovativo nelle PMI italiane*, by Giuseppe Calabrese, Mario Coccia and Secondo Rolfo, November
- 12/02 *Metrics della Performance dei laboratori pubblici di ricerca e comportamento strategico*, by Mario Coccia, September
- 13/02 *Technometrics basata sull'impatto economico del cambiamento tecnologico*, by Mario Coccia, November

### 2001

- 1/01 *Competitività e divari di efficienza nell'industria italiana*, by Giovanni Fraquelli, Piercarlo Frigero and Fulvio Sugliano, January

- 2/01 *Waste water purification in Italy: costs and structure of the technology*, by Giovanni Fraquelli and Roberto Giandrone, January
- 3/01 SERIE SPECIALE IN COLLABORAZIONE CON HERMES. *Il trasporto pubblico locale in Italia: variabili esplicative dei divari di costo tra le imprese*, by Giovanni Fraquelli, Massimiliano Piacenza and Graziano Abrate, February
- 4/01 *Relatedness, Coherence, and Coherence Dynamics: Empirical Evidence from Italian Manufacturing*, by Stefano Valvano and Davide Vannoni, February
- 5/01 *Il nuovo panel Ceris su dati di impresa 1977-1997*, by Luigi Benfratello, Diego Margon, Laura Rondi, Alessandro Sembenelli, Davide Vannoni, Silvana Zelli, Maria Zittino, October
- 6/01 *SMEs and innovation: the role of the industrial policy in Italy*, by Giuseppe Calabrese and Secondo Rolfo, May
- 7/01 *Le martingale: aspetti teorici ed applicativi*, by Fabrizio Erbetta and Luca Agnello, September
- 8/01 *Prime valutazioni qualitative sulle politiche per la R&S in alcune regioni italiane*, by Elisa Salvador, October
- 9/01 *Accords technology transfer-based: théorie et méthodologie d'analyse du processus*, by Mario Coccia, October
- 10/01 *Trasferimento tecnologico: indicatori spaziali*, by Mario Coccia, November
- 11/01 *Does the run-up of privatisation work as an effective incentive mechanism? Preliminary findings from a sample of Italian firms*, by Fabrizio Erbetta, October
- 12/01 SERIE SPECIALE IN COLLABORAZIONE CON HERMES. *Costs and Technology of Public Transit Systems in Italy: Some Insights to Face Inefficiency*, by Giovanni Fraquelli, Massimiliano Piacenza and Graziano Abrate, October
- 13/01 *Le NTBFs a Sophia Antipolis, analisi di un campione di imprese*, by Alessandra Ressico, December

## 2000

- 1/00 *Trasferimento tecnologico: analisi spaziale*, by Mario Coccia, March
- 2/00 *Poli produttivi e sviluppo locale: una indagine sulle tecnologie alimentari nel mezzogiorno*, by Francesco G. Leone, March
- 3/00 *La mission del top management di aziende sanitarie*, by Gian Franco Corio, March
- 4/00 *La percezione dei fattori di qualità in Istituti di ricerca: una prima elaborazione del caso Piemonte*, by Gian Franco Corio, March
- 5/00 *Una metodologia per misurare la performance endogena nelle strutture di R&S*, by Mario Coccia, April
- 6/00 *Soddisfazione, coinvolgimento lavorativo e performance della ricerca*, by Mario Coccia, May
- 7/00 *Foreign Direct Investment and Trade in the EU: Are They Complementary or Substitute in Business Cycles Fluctuations?*, by Giovanna Segre, April
- 8/00 *L'attesa della privatizzazione: una minaccia credibile per il manager?*, by Giovanni Fraquelli, May
- 9/00 *Gli effetti occupazionali dell'innovazione. Verifica su un campione di imprese manifatturiere italiane*, by Marina Di Giacomo, May
- 10/00 *Investment, Cash Flow and Managerial Discretion in State-owned Firms. Evidence Across Soft and Hard Budget Constraints*, by Elisabetta Bertero and Laura Rondi, June
- 11/00 *Effetti delle fusioni e acquisizioni: una rassegna critica dell'evidenza empirica*, by Luigi Benfratello, June
- 12/00 *Identità e immagine organizzativa negli Istituti CNR del Piemonte*, by Paolo Enria, August
- 13/00 *Multinational Firms in Italy: Trends in the Manufacturing Sector*, by Giovanna Segre, September
- 14/00 *Italian Corporate Governance, Investment, and Finance*, by Robert E. Carpenter and Laura Rondi, October
- 15/00 *Multinational Strategies and Outward-Processing Trade between Italy and the CEECs: The Case of Textile-Clothing*, by Giovanni Balcet and Giampaolo Vitali, December
- 16/00 *The Public Transit Systems in Italy: A Critical Analysis of the Regulatory Framework*, by Massimiliano Piacenza, December

## 1999

- 1/99 *La valutazione delle politiche locali per l'innovazione: il caso dei Centri Servizi in Italia*, by Monica Cariola and Secondo Rolfo, January
- 2/99 *Trasferimento tecnologico ed autofinanziamento: il caso degli Istituti Cnr in Piemonte*, by Mario Coccia, March
- 3/99 *Empirical studies of vertical integration: the transaction cost orthodoxy*, by Davide Vannoni, March
- 4/99 *Developing innovation in small-medium suppliers: evidence from the Italian car industry*, by Giuseppe Calabrese, April
- 5/99 *Privatization in Italy: an analysis of factors productivity and technical efficiency*, by Giovanni Fraquelli and Fabrizio Erbetta, March

- 6/99 *New Technology Based-Firms in Italia: analisi di un campione di imprese triestine*, by Anna Maria Gimigliano, April
- 7/99 *Trasferimento tacito della conoscenza: gli Istituti CNR dell'Area di Ricerca di Torino*, by Mario Coccia, May
- 8/99 *Struttura ed evoluzione di un distretto industriale piemontese: la produzione di casalinghi nel Cusio*, by Alessandra Ressico, June
- 9/99 *Analisi sistemica della performance nelle strutture di ricerca*, by Mario Coccia, September
- 10/99 *The entry mode choice of EU leading companies (1987-1997)*, by Giampaolo Vitali, November
- 11/99 *Esperimenti di trasferimento tecnologico alle piccole e medie imprese nella Regione Piemonte*, by Mario Coccia, November
- 12/99 *A mathematical model for performance evaluation in the R&D laboratories: theory and application in Italy*, by Mario Coccia, November
- 13/99 *Trasferimento tecnologico: analisi dei fruitori*, by Mario Coccia, December
- 14/99 *Beyond profitability: effects of acquisitions on technical efficiency and productivity in the Italian pasta industry*, by Luigi Benfratello, December
- 15/99 *Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, by Luigi Benfratello, December

### 1998

- 1/98 *Alcune riflessioni preliminari sul mercato degli strumenti multimediali*, by Paolo Vaglio, January
- 2/98 *Before and after privatization: a comparison between competitive firms*, by Giovanni Fraquelli and Paola Fabbri, January
- 3/98 **Not available**
- 4/98 *Le importazioni come incentivo alla concorrenza: l'evidenza empirica internazionale e il caso del mercato unico europeo*, by Anna Bottasso, May
- 5/98 *SEM and the changing structure of EU Manufacturing, 1987-1993*, by Stephen Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, November
- 6/98 *The diversified firm: non formal theories versus formal models*, by Davide Vannoni, December
- 7/98 *Managerial discretion and investment decisions of state-owned firms: evidence from a panel of Italian companies*, by Elisabetta Bertero and Laura Rondi, December
- 8/98 *La valutazione della R&S in Italia: rassegna delle esperienze del C.N.R. e proposta di un approccio alternativo*, by Domiziano Boschi, December
- 9/98 *Multidimensional Performance in Telecommunications, Regulation and Competition: Analysing the European Major Players*, by Giovanni Fraquelli and Davide Vannoni, December

### 1997

- 1/97 *Multinationality, diversification and firm size. An empirical analysis of Europe's leading firms*, by Stephen Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, January
- 2/97 *Qualità totale e organizzazione del lavoro nelle aziende sanitarie*, by Gian Franco Corio, January
- 3/97 *Reorganising the product and process development in Fiat Auto*, by Giuseppe Calabrese, February
- 4/97 *Buyer-supplier best practices in product development: evidence from car industry*, by Giuseppe Calabrese, April
- 5/97 *L'innovazione nei distretti industriali. Una rassegna ragionata della letteratura*, by Elena Ragazzi, April
- 6/97 *The impact of financing constraints on markups: theory and evidence from Italian firm level data*, by Anna Bottasso, Marzio Galeotti and Alessandro Sembenelli, April
- 7/97 *Capacità competitiva e evoluzione strutturale dei settori di specializzazione: il caso delle macchine per confezionamento e imballaggio*, by Secondo Rolfo, Paolo Vaglio, April
- 8/97 *Tecnologia e produttività delle aziende elettriche municipalizzate*, by Giovanni Fraquelli and Piercarlo Frigero, April
- 9/97 *La normativa nazionale e regionale per l'innovazione e la qualità nelle piccole e medie imprese: leggi, risorse, risultati e nuovi strumenti*, by Giuseppe Calabrese, June
- 10/97 *European integration and leading firms' entry and exit strategies*, by Steve Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, April
- 11/97 *Does debt discipline state-owned firms? Evidence from a panel of Italian firms*, by Elisabetta Bertero and Laura Rondi, July
- 12/97 *Distretti industriali e innovazione: i limiti dei sistemi tecnologici locali*, by Secondo Rolfo and Giampaolo Vitali, July

- 13/97 *Costs, technology and ownership form of natural gas distribution in Italy*, by Giovanni Fraquelli and Roberto Giandrone, July
- 14/97 *Costs and structure of technology in the Italian water industry*, by Paola Fabbri and Giovanni Fraquelli, July
- 15/97 *Aspetti e misure della customer satisfaction/dissatisfaction*, by Maria Teresa Morana, July
- 16/97 *La qualità nei servizi pubblici: limiti della normativa UNI EN 29000 nel settore sanitario*, by Efsio Ibba, July
- 17/97 *Investimenti, fattori finanziari e ciclo economico*, by Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, rivisto sett. 1998
- 18/97 *Strategie di crescita esterna delle imprese leader in Europa: risultati preliminari dell'utilizzo del data-base Ceris "100 top EU firms' acquisition/divestment database 1987-1993"*, by Giampaolo Vitali and Marco Orecchia, December
- 19/97 *Struttura e attività dei Centri Servizi all'innovazione: vantaggi e limiti dell'esperienza italiana*, by Monica Cariola, December
- 20/97 *Il comportamento ciclico dei margini di profitto in presenza di mercati del capitale meno che perfetti: un'analisi empirica su dati di impresa in Italia*, by Anna Bottasso, December

## 1996

- 1/96 *Aspetti e misure della produttività. Un'analisi statistica su tre aziende elettriche europee*, by Donatella Cangialosi, February
- 2/96 *L'analisi e la valutazione della soddisfazione degli utenti interni: un'applicazione nell'ambito dei servizi sanitari*, by Maria Teresa Morana, February
- 3/96 *La funzione di costo nel servizio idrico. Un contributo al dibattito sul metodo normalizzato per la determinazione della tariffa del servizio idrico integrato*, by Giovanni Fraquelli and Paola Fabbri, February
- 4/96 *Coerenza d'impresa e diversificazione settoriale: un'applicazione alle società leaders nell'industria manifatturiera europea*, by Marco Orecchia, February
- 5/96 *Privatizzazioni: meccanismi di collocamento e assetti proprietari. Il caso STET*, by Paola Fabbri, February
- 6/96 *I nuovi scenari competitivi nell'industria delle telecomunicazioni: le principali esperienze internazionali*, by Paola Fabbri, February
- 7/96 *Accordi, joint-venture e investimenti diretti dell'industria italiana nella CSI: Un'analisi qualitativa*, by Chiara Monti and Giampaolo Vitali, February
- 8/96 *Verso la riconversione di settori utilizzatori di amianto. Risultati di un'indagine sul campo*, by Marisa Gerbi Sethi, Salvatore Marino and Maria Zittino, February
- 9/96 *Innovazione tecnologica e competitività internazionale: quale futuro per i distretti e le economie locali*, by Secondo Rolfo, March
- 10/96 *Dati disaggregati e analisi della struttura industriale: la matrice europea delle quote di mercato*, by Laura Rondi, March
- 11/96 *Le decisioni di entrata e di uscita: evidenze empiriche sui maggiori gruppi italiani*, by Alessandro Sembenelli and Davide Vannoni, April
- 12/96 *Le direttrici della diversificazione nella grande industria italiana*, by Davide Vannoni, April
- 13/96 *R&S cooperativa e non-cooperativa in un duopolio misto con spillovers*, by Marco Orecchia, May
- 14/96 *Unità di studio sulle strategie di crescita esterna delle imprese italiane*, by Giampaolo Vitali and Maria Zittino, July. **Not available**
- 15/96 *Uno strumento di politica per l'innovazione: la prospezione tecnologica*, by Secondo Rolfo, September
- 16/96 *L'introduzione della Qualità Totale in aziende ospedaliere: aspettative ed opinioni del middle management*, by Gian Franco Corio, September
- 17/96 *Shareholders' voting power and block transaction premia: an empirical analysis of Italian listed companies*, by Giovanna Nicodano and Alessandro Sembenelli, November
- 18/96 *La valutazione dell'impatto delle politiche tecnologiche: un'analisi classificatoria e una rassegna di alcune esperienze europee*, by Domiziano Boschi, November
- 19/96 *L'industria orafa italiana: lo sviluppo del settore punta sulle esportazioni*, by Anna Maria Gaibisso and Elena Ragazzi, November
- 20/96 *La centralità dell'innovazione nell'intervento pubblico nazionale e regionale in Germania*, by Secondo Rolfo, December
- 21/96 *Ricerca, innovazione e mercato: la nuova politica del Regno Unito*, by Secondo Rolfo, December
- 22/96 *Politiche per l'innovazione in Francia*, by Elena Ragazzi, December
- 23/96 *La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese: una rassegna critica dell'evidenza empirica*, by Anna Bottasso, December

### 1995

- 1/95 *Form of ownership and financial constraints: panel data evidence on leverage and investment choices by Italian firms*, by Fabio Schiantarelli and Alessandro Sembenelli, March  
2/95 *Regulation of the electric supply industry in Italy*, by Giovanni Fraquelli and Elena Ragazzi, March  
3/95 *Restructuring product development and production networks: Fiat Auto*, by Giuseppe Calabrese, September  
4/95 *Explaining corporate structure: the MD matrix, product differentiation and size of market*, by Stephen Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, November  
5/95 *Regulation and total productivity performance in electricity: a comparison between Italy, Germany and France*, by Giovanni Fraquelli and Davide Vannoni, December  
6/95 *Strategie di crescita esterna nel sistema bancario italiano: un'analisi empirica 1987-1994*, by Stefano Olivero and Giampaolo Vitali, December  
7/95 *Panel Ceris su dati di impresa: aspetti metodologici e istruzioni per l'uso*, by Diego Margon, Alessandro Sembenelli and Davide Vannoni, December

### 1994

- 1/94 *Una politica industriale per gli investimenti esteri in Italia: alcune riflessioni*, by Giampaolo Vitali, May  
2/94 *Scelte cooperative in attività di ricerca e sviluppo*, by Marco Orecchia, May  
3/94 *Perché le matrici intersettoriali per misurare l'integrazione verticale?*, by Davide Vannoni, July  
4/94 *Fiat Auto: A simultaneous engineering experience*, by Giuseppe Calabrese, August

### 1993

- 1/93 *Spanish machine tool industry*, by Giuseppe Calabrese, November  
2/93 *The machine tool industry in Japan*, by Giampaolo Vitali, November  
3/93 *The UK machine tool industry*, by Alessandro Sembenelli and Paul Simpson, November  
4/93 *The Italian machine tool industry*, by Secondo Rolfo, November  
5/93 *Firms' financial and real responses to business cycle shocks and monetary tightening: evidence for large and small Italian companies*, by Laura Rondi, Brian Sack, Fabio Schiantarelli and Alessandro Sembenelli, December

Free copies are distributed on request to Universities, Research Institutes, researchers, students, etc.

**Please, write to:**

MARIA ZITTINO

Working Papers Coordinator

CERIS-CNR

Via Real Collegio, 30; 10024 Moncalieri (Torino), Italy

Tel. +39 011 6824.914; Fax +39 011 6824.966; [m.zittino@ceris.cnr.it](mailto:m.zittino@ceris.cnr.it); <http://www.ceris.cnr.it>

**Copyright © 2003 by CNR-Ceris**

All rights reserved. Parts of this paper may be reproduced with the permission of the author(s) and quoting the authors and CNR-Ceris