

Le condizioni economico-finanziarie delle imprese esportatrici

di Carlo Boselli *

Le conseguenze reali e finanziarie della crisi hanno prodotto effetti rilevanti sul sistema produttivo, determinando una divaricazione delle condizioni economico-finanziarie tra le imprese operanti sul mercato interno e quelle in grado di affrontare la competizione sui mercati internazionali.

Per approfondire tali aspetti, si è fatto uso di una base di microdati composta dai bilanci di tutte le società di capitali attive in Italia tra il 2001 e il 2014, integrata con informazioni strutturali derivanti dai sistemi informativi Istat sulle imprese.¹ Seguendo una prassi consolidata,² sono stati presi in considerazione tre elementi di performance economico-finanziaria, costituiti dalla redditività, dalla solidità e dalla liquidità aziendale, valutate in un'ottica di sostenibilità temporale. In particolare:

- a) per redditività sostenibile si intende la capacità dell'impresa di ottenere una redditività operativa (Roi) superiore al costo medio del capitale di terzi;
- b) per solidità sostenibile si intende la capacità dell'impresa di resistere all'andamento sfavorevole del mercato grazie a un adeguato livello di indebitamento e a una buona correlazione tra le fonti di finanziamento e gli impieghi;
- c) per liquidità sostenibile si intende la capacità dell'impresa di mantenere un livello di liquidità in grado di coprire adeguatamente le fonti di finanziamento a breve termine.

Sulla base dei risultati esibiti dalle imprese in merito a questi elementi, è stato costruito un indicatore sintetico di solidità economico-finanziaria,³ i cui valori hanno successivamente permesso di classificare le imprese in tre gruppi, caratterizzati da un diverso grado di sostenibilità delle condizioni di redditività, solidità e liquidità:

- a) imprese *in salute*, ovvero quelle che presentano piena sostenibilità in tutti e tre gli ambiti;
- b) imprese *fragili*, cioè quelle con redditività sostenibile ma con solidità e/o liquidità non sostenibili;
- c) imprese *a rischio*, ovvero quelle con redditività non sostenibile.

Il grafico 1 permette di distinguere, all'interno del gruppo delle imprese esportatrici e non esportatrici, la quota delle società in salute e a rischio, valutandone l'evoluzione nel tempo. L'iniziale posizione di vantaggio delle esportatrici in salute si è completamente annullata nella prima fase della crisi, in corrispondenza del *trade collapse* del 2009. L'effetto della caduta del commercio internazionale è peraltro visibile anche nel forte aumento della quota di imprese esportatrici a rischio, che arriva a superare la corrispondente quota delle imprese operanti solo sul mercato interno (rispettivamente 38,6 e 34,8 per cento).

* Istat.

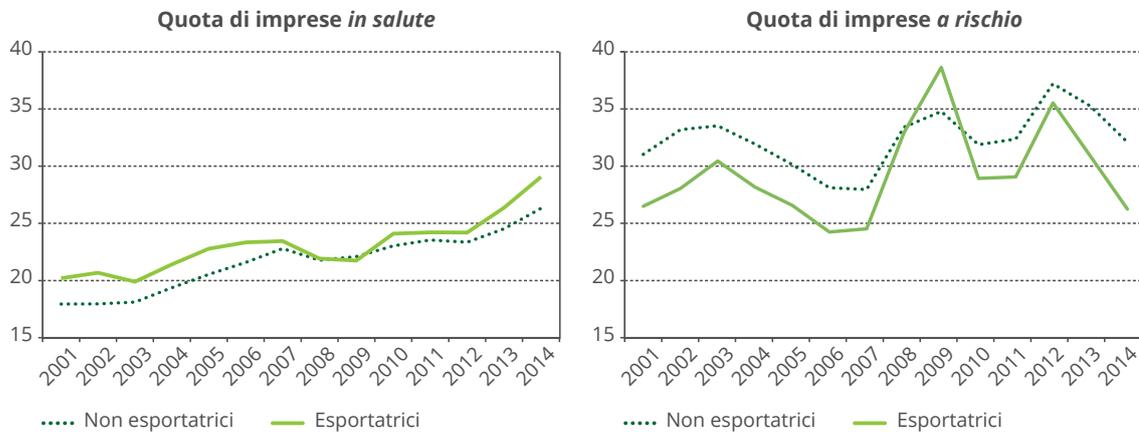
¹ La base dati è stata costruita nell'ambito del progetto internazionale CompNet promosso dalla Banca Centrale Europea (cfr. Di Mauro e Ronchi, 2015). I bilanci delle società di capitali sono stati opportunamente riclassificati in modo da ricavare una serie di indici sui quali è stato verificato il rispetto delle principali relazioni economico-finanziarie, a cominciare dalla scomposizione del Roe e del Roi. Le società cooperative sono state escluse dall'analisi in quanto la loro performance è basata su criteri di mutualità prevalente.

² Si veda Tirole (2006), Tieghi e Gigli (2009), Damodaran (2010).

³ Per ciascuno dei tre ambiti di performance, la prassi dell'analisi di bilancio ha nel tempo individuato i valori soglia in base ai quali diviene possibile formulare un giudizio positivo o negativo sul livello di sostenibilità della redditività, solidità e liquidità delle singole imprese; la combinazione di tali giudizi permette la costruzione di un indicatore sintetico di solidità economico-finanziaria. Per dettagli sulla costruzione dell'indicatore sintetico si veda la Nota Metodologica *Un indicatore sintetico di sostenibilità economico-finanziaria* contenuta in Istat (2017).



Grafico 1 - Quota di unità in salute e a rischio nelle imprese esportatrici e non esportatrici
Percentuali, anni 2001-2014



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Istat

Durante la seconda recessione, invece, caratterizzata dal traino della domanda estera e dalla contemporanea debolezza di quella interna, si osserva un maggiore aumento della quota di unità esportatrici in salute e un contemporaneo, più rapido riassorbimento della fascia di imprese a rischio. Il protrarsi della crisi fa sì che, alla fine del periodo osservato, nell'ambito delle unità che operano a livello internazionale la quota di quelle in salute superi per la prima volta quella delle imprese a rischio, fornendo un'ulteriore conferma dell'importanza della partecipazione ai mercati esteri per la solidità e la competitività delle imprese italiane nei difficili anni della seconda recessione.

Il biennio successivo, tuttavia, è stato caratterizzato da un rallentamento della domanda internazionale; di conseguenza è opportuno approfondire il legame tra sostenibilità economico-finanziaria e presenza sui mercati esteri esaminando l'andamento, in tale periodo, del fatturato estero delle imprese esportatrici a seconda delle loro condizioni di redditività, solidità e liquidità.

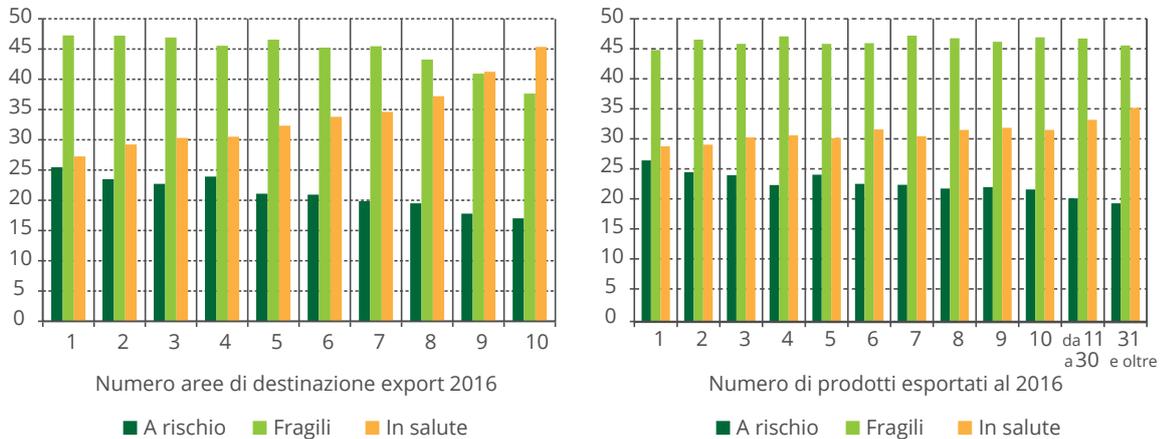
La performance delle esportazioni nel periodo in esame, oltre a essere correlata al livello di sostenibilità economico-finanziaria, è legata anche alle strategie delle imprese in termini di diversificazione dei mercati di destinazione e dei prodotti esportati. In particolare, all'aumentare del numero di aree di sbocco delle esportazioni si associa un netto miglioramento dello stato di salute economico-finanziaria, mentre tale relazione è molto meno marcata in relazione all'aumento dei prodotti esportati (grafico 2).⁴

La quota delle esportatrici in salute passa dal 25-30 per cento nel caso in cui si operi su un solo mercato estero, al 45 per cento nel caso di imprese che sono presenti in tutte le dieci aree individuate. In sostanza, tra le esportatrici che presentano il massimo grado di diversificazione geografica, un'impresa su due gode di un buono stato di salute economico-finanziario. Ponendo l'accento sulle imprese che esportano in almeno sei aree, si evidenzia una netta riduzione dell'incidenza delle imprese fragili solo al di sopra delle otto aree di export. Soprattutto, tra le imprese (sebbene in numero limitato) che esportano in tutte le aree mondiali, la quota di unità in salute diviene maggioritaria rispetto alle altre e supera il 45 per cento del totale.

⁴ Le aree geografiche individuate sono dieci: Ue-28; Paesi europei non Ue; Africa settentrionale; Altri paesi africani; America settentrionale; America centro-meridionale; Medio Oriente; Asia centrale; Asia orientale; Oceania e altri territori e destinazioni.

Grafico 2 - Distribuzione delle imprese per classe di sostenibilità delle condizioni economico-finanziarie, suddivise per numero di aree di destinazione delle esportazioni e numero di prodotti esportati

Percentuali, anno 2016



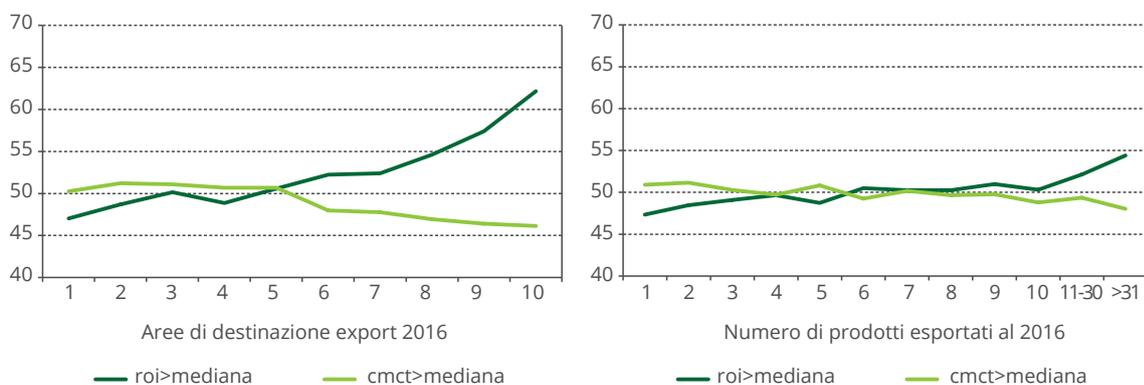
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Istat

Quest'ultima evidenza non si riscontra invece classificando le imprese esportatrici in funzione del numero di prodotti esportati. La quota delle fragili resta costante (al 45 per cento circa), anche nel gruppo di quelle che arriva a esportare più di 30 prodotti. Allo stesso modo, la flessione della diffusione di imprese a rischio e l'incremento delle imprese in salute è molto meno marcata all'aumentare del numero dei prodotti esportati rispetto all'aumentare del numero di aree. Infine, si evidenzia una relazione positiva tra la diversificazione geografica e le performance delle esportazioni 2014-2016, più marcata rispetto a quella riscontrata in relazione alla diversificazione dei prodotti.

Per meglio interpretare la relazione positiva tra la diffusione delle imprese in salute e la diversificazione geografica delle esportazioni, è utile guardare all'andamento di alcuni indicatori alla base della costruzione dell'indicatore di performance economico-finanziaria, in particolare il Roi e il costo medio del capitale di terzi (grafico 3).

Grafico 3 - Distribuzione delle imprese esportatrici con un valore del Roi e del costo medio del capitale di terzi superiore alla mediana, suddivise per area di esportazione e per numero di prodotti esportati

Percentuali, anno 2016



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Istat



All'aumentare delle aree di export, l'incidenza delle imprese esportatrici che presentano un valore del Roi superiore a quello mediano, calcolato per l'intero gruppo delle esportatrici, passa dal 47 al 62 per cento, mentre la quota di quelle che presentano un costo medio del capitale di terzi (tasso di interesse medio, Rod) superiore al valore mediano si riduce dal 50 al 46 per cento. La divaricazione tra i due andamenti avviene in corrispondenza di un numero di aree di export superiore a cinque. Al contrario, all'aumentare del numero di prodotti esportati, l'incidenza delle imprese con un valore del Roi e del costo medio del capitale di terzi superiore alla mediana rimane sempre stabile, intorno al 50 per cento.

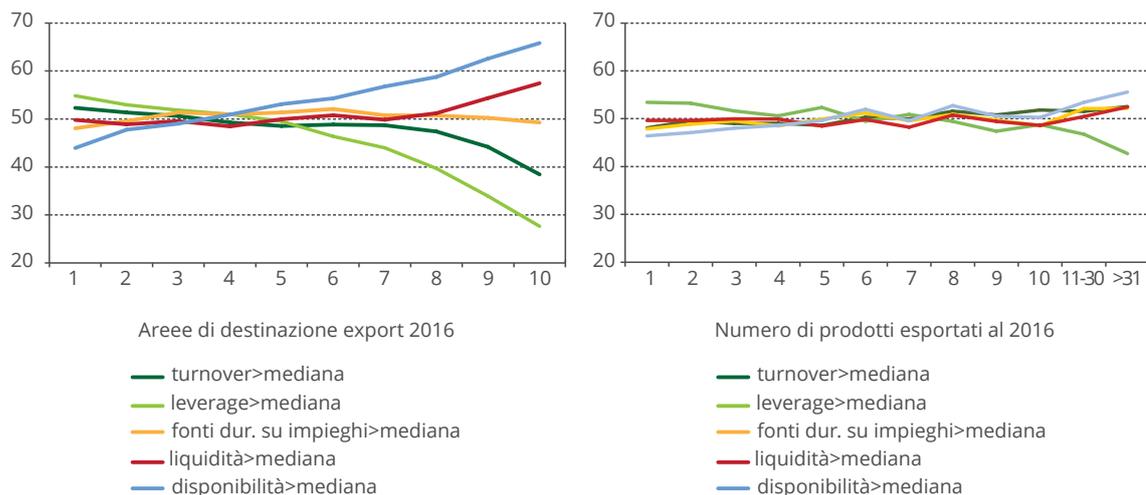
Passando all'analisi degli indicatori legati al livello di solidità e di liquidità (grafico 4), si evidenziano importanti modificazioni nella struttura patrimoniale e finanziaria in funzione di una maggiore diversificazione per area di export.

In particolare le imprese che esportano su una sola area sembrano caratterizzate da una forte capacità di penetrazione del mercato mediante una strategia di costo caratterizzata da bassi margini, ma al contempo sono penalizzate da una maggiore esposizione verso terzi, soprattutto a breve cui si associa un minore livello di liquidità.

Al contrario le imprese che operano su un numero significativo di mercati sono tendenzialmente molto più solide, grazie ad un minore indebitamento e ad una maggiore liquidità, ottenuti soprattutto mediante l'autofinanziamento derivante da produzioni con margini più elevati. Si tratta, d'altronde di imprese con una velocità di rotazione dei ricavi più lenta (*turnover*), con una quota maggiore di investimento per unità di fatturato prodotto rispetto a quanto avviene nelle società che operano solo su pochi specifici mercati.

Grafico 4 - Distribuzione delle imprese esportatrici con un valore dei principali indicatori economico finanziari ⁽¹⁾ superiore alla mediana, suddivise per area di esportazione e per numero di prodotti esportati

Percentuali anno 2016



⁽¹⁾ Di seguito la metodologia di calcolo dei singoli indici; Roi = Reddito operativo globale / totale attivo; Costo medio del capitale di terzi = oneri finanziari / Capitale di terzi; *Leverage* = Capitale di terzi / capitale proprio; Fonti durevoli su impieghi = (capitale proprio + TFR + Fondi rischi + debiti a lungo) / Attivo fisso; *turnover* = fatturato / totale attivo; liquidità = (crediti + liquidità immediate) / passività a breve; disponibilità = (rimanenze + crediti + liquidità immediate) / passività a breve.

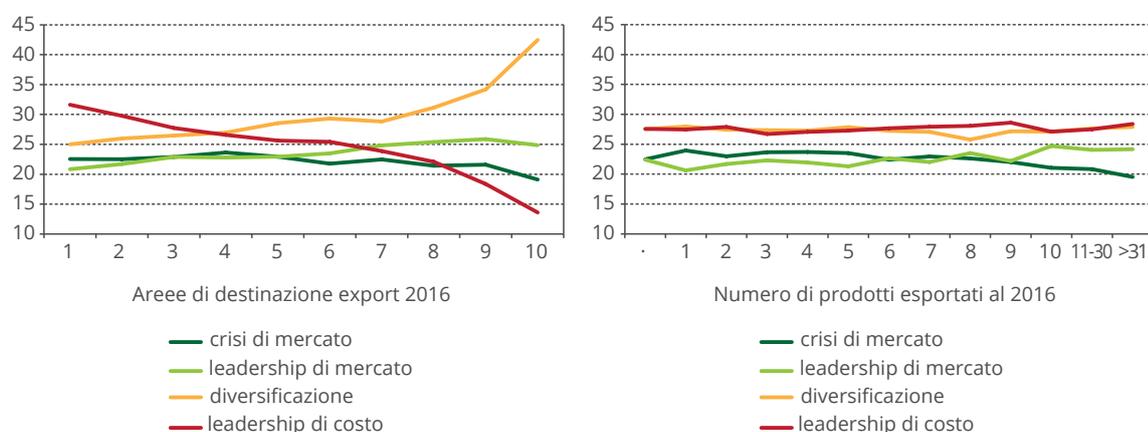
Fonte: elaborazioni su dati Istat

Per meglio specificare questo legame tra l'aumento delle aree di esportazione e le strategie aziendali in termini di margini di efficienza produttiva e di penetrazione del mercato (grafico 5), si è proceduto ad evidenziare la scomposizione del Roi nelle sue principali componenti: il reddito operativo su fatturato (Ros) e il fatturato su capitale investito (*turnover*). Partendo da queste due componenti è possibile evidenziare quattro possibili combinazioni strategiche:

- 1) Imprese con un Ros e un *turnover* superiore alla mediana – leadership di mercato
- 2) Imprese con un Ros e un *turnover* inferiore alla mediana – crisi di mercato
- 3) Imprese con un Ros inferiore alla mediana e un *turnover* superiore – leadership di costo
- 4) Imprese con un Ros superiore alla mediana e un *turnover* inferiore - diversificazione

Grafico 5 - Distribuzione delle imprese esportatrici per posizionamento strategico, suddivise per area di esportazione e per numero di prodotti esportati

Percentuali, anno 2016



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Istat.

Le imprese esportatrici dopo essere state suddivise per il numero di aree di esportazione o per il numero di prodotti esportati, sono state posizionate in ciascuna delle quattro combinazioni strategiche: per ogni classe di area e di prodotto, quindi, si ha una composizione percentuale delle imprese suddivise nelle quattro combinazioni strategiche.

In relazione all'incremento del numero di aree di export, le strategie che si modificano maggiormente sono quelle relative alla diversificazione e alla leadership di costo. La leadership di costo, caratterizzata da una forte capacità di penetrazione del mercato (elevato *turnover*) ottenuta contenendo i margini di profitto, è la strategia più diffusa per le imprese che esportano su un numero limitato di aree (inferiore a 4). All'aumentare delle aree di esportazione e in particolare tra le imprese che esportano in almeno 5 aree la strategia più diffusa diventa quella della diversificazione (caratterizzata da alti margini, ma minore capacità di rotazione del capitale investito) che supera il 40 per cento del totale per le imprese che operano su tutte le 10 aree.

In sostanza, all'aumentare delle aree di esportazione, è evidente un *trade-off* tra la strategia di leadership di costo e quella di diversificazione, che risulta la strategia più diffusa tra le imprese che esportano in almeno 5 aree. Le altre due strategie, evidenziano una minore reattività all'aumentare delle aree di esportazione, anche se va segnalato un lieve incremento nella diffusione delle imprese che riescono ad ottenere sia un Ros che un *turnover* superiore alla mediana. Per quanto riguarda la diversificazione in termini di prodotto, invece, la distribuzione delle imprese in base ai quattro posizionamenti strategici non sembra evidenziare mutamenti di rilievo al crescere del numero di prodotti esportati.



Nota bibliografica

Di Mauro F. e Ronchi M. (2015), *Assessing European competitiveness: the contribution of CompNet research*, "CompNet Report", European Central Bank, giugno.

Tirole J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press.

Tieghi M. e Gigli S. (2009), *Gli strumenti per le analisi di bilancio*, Bologna, Il Mulino.

Damodaran A. (2010), *Applied corporate finance*, Hoboken, NJ, John Wiley & Sons.

Istat (2017), *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi* – Edizione 2017.