Università di Genova
DIEC DIPARTIMENTO DI ECONOMIA

L'economia italiana dai bilanci delle imprese

a cura di Alberto Quagli

Indice

INDICE DELLE TABELLE *5*

INDICE DELLE FIGURE *10*

GLI AUTORI *11*

1. FINALITÀ E METODO DELLA RICERCA *12*

1.1. I bilanci come strumento di verifica empirica dei concetti dell'economia aziendale **12**
1.2. Dal micro al macro al passo dei numeri **13**
1.3. L'impatto delle regole civilistiche e fiscali **14**
1.4. La base empirica e il metodo utilizzato **16**

2. GLI ANDAMENTI COMPLESSIVI *19*

2.1. L'analisi demografica delle aziende **19**
2.2. La dinamica dei ricavi e del valore aggiunto **21**
2.3. Il reddito netto e la marginalità operativa **22**
2.4. La situazione patrimoniale **24**
2.5. Una possibile proposta di classificazione delle imprese **25**
2.6. Riflessioni di sintesi **27**

3. LE IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE *28*

3.1. Le immobilizzazioni tecniche **28**
3.1.1. Composizione e rilevanza nell'attivo patrimoniale 28
3.1.2. Le immobilizzazioni immateriali 29
3.1.3. Le immobilizzazioni materiali 31
3.2. La valutazione delle immobilizzazioni **33**
3.2.1. Le politiche di ammortamento 33
3.2.2. Le svalutazioni 35
3.2.3. Le rivalutazioni 36
3.3. Le politiche di investimento/disinvestimento **37**
3.3.1. Gli investimenti delle imprese 37
3.3.2. Le determinanti delle politiche di investimento 37
3.3.3. Le capitalizzazioni 38
3.3.4. Il rendimento degli investimenti 39
3.4. Riflessioni di sintesi **40**

4. LE PARTECIPAZIONI, I RAPPORTI INFRAGRUPPO E LA PROPRIETÀ *41*

4.1. La panoramica sulle partecipazioni detenute dalle società di capitali italiane **41**
4.1.1. Le partecipazioni nello Stato patrimoniale 41
4.1.2 L'impatto delle partecipazioni sul Conto economico 46
4.2. Il profilo gestionale: gli investimenti e l'infragruppo **49**
4.2.1. Gli investimenti in partecipazioni e il ritorno 49
4.2.2. L'infragruppo: i rapporti di finanziamento e le relazioni commerciali 52
4.3. Le caratteristiche della proprietà **56**
4.4 Riflessioni di sintesi **59**

5. L'AREA OPERATIVA E IL CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO 63
5.1. L'analisi degli andamenti complessivi 63
5.1.1. I margini reddituali 66
5.1.2. L'evoluzione degli indicatori reddituali operativi 68
5.2. La composizione dell'area operativa 70
5.3. Il riflesso dell'area operativa nel capitale circolante 72
5.3.1. I costi non monetari e il legame con la dinamica finanziaria delle aziende 75
5.4. Aspetti gestionali 77
5.4.1. Le aziende che operano su commessa 77
5.4.2. La leva operativa 79
5.5. Riflessioni di sintesi 81

6. IL PATRIMONIO NETTO 82
6.1. Il peso del patrimonio netto e delle sue componenti 82
6.1.1. La distinzione tra SPA e SRL 83
6.2. Aumenti e riduzioni di capitale, finanziamenti dei soci e acquisto di azioni proprie 86
6.2.1. I finanziamenti da parte dei soci 88
6.2.2. La riserva negativa per acquisto di azioni proprie 88
6.3. I casi di patrimonio netto negativo 89
6.4. Il capitale da valutazione 90
6.4.1. La riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi 91
6.4.2. La riserva di rivalutazione 91
6.5. Il capitale autogenerato 93
6.6. I dividendi 95
6.7. Piccoli utili, piccole perdite 96
6.8. Riflessioni di sintesi 97

7. LA STRUTTURA FINANZIARIA, I FLUSSI E L'INDEBITAMENTO 98
7.1. La struttura finanziaria delle imprese italiane 98
7.1.1. La composizione dei finanziamenti 98
7.1.2. La copertura delle immobilizzazioni 102
7.1.3. Analisi per classe dimensionale 102
7.1.4. Analisi per forma giuridica 106
7.2. L'effetto connesso alla leva finanziaria 110
7.3. Le condizioni di liquidità 111
7.4. Il peso degli investimenti finanziari e le disponibilità liquide 112
7.5. I segnali di crisi 114
7.6. Riflessioni di sintesi 118

8. IL LAVORO E IL PERSONALE DIPENDENTE 120
8.1 Gli andamenti complessivi 120
8.1.1. I costi per il personale 121
8.1.2. I fondi TFR e i fondi quiescenza 124
8.2. Un'analisi degli stipendi: il rapporto con la performance delle imprese e la dinamica delle remunerazioni reali 125
8.2.1. L'andamento degli stipendi in relazione alla redditività aziendale 125
8.2.2. L'andamento degli stipendi in relazione alla crescita strutturale 126
8.2.3. La dinamica degli stipendi reali 127
8.3. Le scelte aziendali sui fattori produttivi: costi per lavoro, materie, servizi e uso della struttura .. 128
8.4. Un'analisi della distribuzione del valore aggiunto: lavoratori, proprietari, autopotenziamento e Stato 129

8.5. Riflessioni di sintesi **133**

9. RISCHI E DERIVATI ***134***

9.1. Valore e dinamica dei fondi rischi **134**

9.2. Natura e incidenza degli strumenti derivati **138**

9.3. Riflessioni di sintesi **140**

10. I RAPPORTI CON LO STATO: LE IMPOSTE E I CONTRIBUTI IN CONTO ESERCIZIO ***141***

10.1. L'imposizione fiscale sul reddito **141**

10.1.1. Gli andamenti complessivi 141

10.1.2. Le relazioni tra tax rate effettivo e dimensioni aziendali 150

10.2. I contributi in conto esercizio **151**

10.2.1 Gli andamenti complessivi 151

10.2.2 L'incidenza dei contributi in conto esercizio, variabili economico finanziarie e dimensioni aziendali 153

10.3. Riflessioni di sintesi **154**

11. GLI ASPETTI STRUTTURALI E LE PERFORMANCE ECONOMICHE A LIVELLO TERRITORIALE ***156***

11.1. Il quadro regionale sui profili morfologici del campione **156**

11.2. Gli andamenti e i profili strutturali delle principali componenti positive e negative di reddito **160**

11.2.1. I ricavi di vendita 160

11.2.2. I costi della produzione 163

11.3. I risultati economici: dinamiche territoriali a confronto **165**

11.3.1. L'EBITDA 165

11.3.2. Il risultato di esercizio 167

11.3.3. Il ROE 168

11.3.4. Uno sguardo d'insieme 171

11.4. Riflessioni di sintesi **174**

12. LE STARTUP INNOVATIVE E LE PMI INNOVATIVE ***176***

12.1. Gli obiettivi e la base empirica **176**

12.2. I requisiti per ottenere lo status **177**

12.2.1. Le startup innovative 177

12.2.2. Le PMI innovative 178

12.3. L'anzianità delle imprese analizzate **178**

12.4. Gli andamenti economico – finanziari **179**

12.4.1. Il conto economico: i ricavi, i margini e i risultati netti 179

12.4.2. Le imprese in perdita e le imprese in utile 181

12.4.3. Il Tax rate 182

12.4.4. L'occupazione 182

12.5. L'analisi patrimoniale **183**

12.5.1. L'attivo patrimoniale 183

12.5.2. Il passivo patrimoniale 186

12.6. Riflessioni di sintesi **188**

13. IL MODELLO DI AZIENDA ITALIANA: UNA VISIONE D'ASSIEME ***189***

GLOSSARIO ***193***

BIBLIOGRAFIA ***197***

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 2.1 L'andamento demografico delle società di capitali (2014-2023)
Tabella 2.2 Imprese del campione con ricavi pari a zero (2021-2023)
Tabella 2.3 Andamento dei ricavi, del valore aggiunto e del reddito netto (dati aggregati)
Tabella 2.4 La dinamica "reale" dei ricavi e del valore aggiunto
Tabella 2.5 Le imprese con risultato netto positivo
Tabella 2.6 La stabilità del risultato netto d'esercizio nel triennio (2021-2023)
Tabella 2.7 La marginalità realizzata (2021-2023)
Tabella 2.8 La dinamica delle principali grandezze del patrimonio
Tabella 3.1 Incidenza delle immobilizzazioni tecniche
Tabella 3.2 Incidenza delle immobilizzazioni immateriali
Tabella 3.3 Incidenza delle immobilizzazioni materiali
Tabella 3.4 Tasso di variazione delle immobilizzazioni
Tabella 3.5 Composizione delle immobilizzazioni immateriali e loro incidenza
Tabella 3.6 Le classi componenti le immobilizzazioni immateriali
Tabella 3.7 Composizione delle immobilizzazioni materiali e loro incidenza
Tabella 3.8 Le classi componenti le immobilizzazioni materiali
Tabella 3.9 Incidenza dei costi per ammortamento
Tabella 3.10 Percentuale di ammortamento
Tabella 3.11 Utilizzo deroga per sospensione ammortamenti
Tabella 3.12 Incidenza dei costi per svalutazioni
Tabella 3.13 Ricorso alla svalutazione
Tabella 3.14 La riserva di rivalutazione
Tabella 3.15 Gli investimenti netti
Tabella 3.16 Investimenti netti per dimensione
Tabella 3.17 Determinanti dell'investimento
Tabella 3.18 Capitalizzazioni di costi
Tabella 3.19 Tasso di rotazione delle immobilizzazioni
Tabella 3.20 Marginalità per capitale investito in immobilizzazioni
Tabella 4.1 Incidenza delle partecipazioni sul capitale investito delle imprese con partecipazioni
Tabella 4.2 Tassi di variazione delle partecipazioni nel triennio
Tabella 4.3 Incidenza delle macro-classi delle partecipazioni sul capitale investito delle imprese con partecipazioni
Tabella 4.4 Tassi di variazione delle macro-classi delle partecipazioni nel triennio
Tabella 4.5 Incidenza delle macro-classi delle partecipazioni sul capitale investito per dimensione
Tabella 4.6 Tassi di variazione delle macro-classi delle partecipazioni nel triennio per dimensione
Tabella 4.7 Le imprese che detengono partecipazioni immobilizzate
Tabella 4.8 Incidenza delle partecipazioni immobilizzate sul capitale investito
Tabella 4.9 Tassi di variazione delle partecipazioni immobilizzate nel triennio
Tabella 4.10 Le imprese che detengono partecipazioni circolanti
Tabella 4.11 Incidenza delle partecipazioni circolanti sul capitale investito
Tabella 4.12 Tassi di variazione delle partecipazioni circolanti nel triennio
Tabella 4.13 La rotazione delle partecipazioni in controllate e collegate
Tabella 4.14 Impatto a Conto economico e incidenza sul valore della produzione nelle holding
Tabella 4.15 Tassi di variazione dell'impatto a Conto economico nelle holding nel triennio

Tabella 4.16 Impatto a Conto economico e incidenza sul valore della produzione nelle società operative
Tabella 4.17 Tassi di variazione dell'impatto a Conto economico nelle società operative nel triennio
Tabella 4.18 Gli investimenti netti in partecipazioni nelle imprese del campione
Tabella 4.19 Gli investimenti netti in partecipazioni per dimensione
Tabella 4.20 La scomposizione degli investimenti netti in partecipazioni: investimento e disinvestimento
Tabella 4.21 La scomposizione degli investimenti netti per dimensione
Tabella 4.22 Ritorno del capitale investito in partecipazioni
Tabella 4.23 Incidenza dei crediti infragruppo sul capitale investito nelle imprese del campione
Tabella 4.24 Tassi di variazione dei crediti infragruppo nel triennio
Tabella 4.25 Incidenza dei crediti infragruppo immobilizzati sui crediti immobilizzati del campione
Tabella 4.26 Tassi di variazione dei crediti infragruppo immobilizzati nel triennio
Tabella 4.27 Incidenza dei crediti infragruppo circolanti sui crediti circolanti del campione
Tabella 4.28 Tassi di variazione dei crediti infragruppo circolanti nel triennio
Tabella 4.29 Incidenza dei ricavi da vendite infragruppo sul valore della produzione del campione
Tabella 4.30 Tassi di variazione dei ricavi da vendite infragruppo nel triennio
Tabella 4.31 Incidenza dei debiti infragruppo sul totale debiti del campione
Tabella 4.32 Tassi di variazione dei debiti infragruppo nel triennio
Tabella 4.33 Incidenza dei costi da acquisti infragruppo sul valore della produzione del campione
Tabella 4.34 Tassi di variazione dei costi da acquisti infragruppo nel triennio
Tabella 4.35 La tipologia e la localizzazione del livello apicale del controllo
Tabella 4.36 L'indipendenza delle imprese italiane e il livello apicale del controllo
Tabella 4.37 Il controllo in contesti caratterizzati da vantaggi fiscali
Tabella 5.1 Il valore della produzione
Tabella 5.2 Variazioni delle voci che compongono l'aggregato A nel triennio esaminato
Tabella 5.3 I costi della produzione
Tabella 5.4 Tassi di variazione dei costi di produzione nel triennio esaminato
Tabella 5.5 Risultato operativo e tassi di variazione
Tabella 5.6 Valore aggiunto e tassi di variazione
Tabella 5.7 EBITDA e tassi di variazione
Tabella 5.8 ROI lordo e tassi di variazione
Tabella 5.9 ROS e tassi di variazione
Tabella 5.10 Rapporto EBITDA / Fatturato in imprese di piccola e grande dimensione
Tabella 5.11 Indice di produttività del consumo delle materie prime, sussidiarie di consumo e merci in relazione al valore della produzione (valori unitari)
Tabella 5.12 Indice di produttività delle materie prime, sussidiarie di consumo e merci in relazione al valore della produzione, analisi settoriale (mediane, valori unitari)
Tabella 5.13 Indice di produttività dei costi esterni sul valore della produzione (valori unitari)
Tabella 5.14 Produttività dei costi esterni sul valore della produzione, analisi settoriale
Tabella 5.15 Componenti principali del CCNO
Tabella 5.16 Componenti principali del CCNO. Tassi di variazione nel triennio
Tabella 5.17 Il CCNO: valore globale e tassi di variazione nel triennio
Tabella 5.18 I costi non monetari
Tabella 5.19 Flusso di Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)

Tabella 5.20 Giacenza media delle rimanenze, per categoria
Tabella 5.21 Durata media dei crediti e dei debiti al lodo IVA (dati espressi in giorni)
Tabella 5.22 Indicatori mediani per le imprese che operano sul magazzino e su commessa
Tabella 5.23 Leva operativa per i settori produttivi (valori mediani)
Tabella 5.24 Leva operativa
Tabella 6.1 Incidenza del patrimonio netto sul capitale investito
Tabella 6.2 Tassi di variazione del patrimonio netto nel triennio
Tabella 6.3 Le classi componenti il patrimonio netto
Tabella 6.4 Tassi di variazione delle classi del patrimonio netto nel triennio
Tabella 6.5 Peso del capitale di apporto sul totale del passivo patrimoniale
Tabella 6.6 Composizione del campione secondo le forme giuridiche
Tabella 6.7 Incidenza del patrimonio netto sul capitale investito per le 2 macro-forme giuridiche
Tabella 6.8 Tassi di variazione del patrimonio netto nel triennio per le 2 macro-forme giuridiche
Tabella 6.9 Le classi componenti il patrimonio netto per le 2 macro-forme giuridiche
Tabella 6.10 Tassi di variazione delle classi patrimonio netto nel triennio per le 2 macro-forme giuridiche
Tabella 6.11 Gli aumenti di capitale sociale
Tabella 6.12 I finanziamenti dei soci
Tabella 6.13 La riserva negativa per acquisto di azioni proprie
Tabella 6.14 I casi di patrimonio netto negativo
Tabella 6.15 Aumenti di capitale in caso di patrimonio netto negativo al 2023
Tabella 6.16 Importi della riserva per copertura dei flussi finanziari attesi
Tabella 6.17 Evoluzione della riserva di rivalutazione
Tabella 6.18 Le società in utile
Tabella 6.19 Le società in perdita
Tabella 6.20 Andamento dei risultati di esercizio
Tabella 6.21 Variazione delle riserve di utili
Tabella 6.22 Imprese in utile che distribuiscono dividendi
Tabella 7.1 Sintesi delle voci di patrimonio netto e totale debiti
Tabella 7.2 Sintesi delle principali voci rappresentanti debiti finanziari
Tabella 7.3 Variazioni nel patrimonio netto e nel totale debiti
Tabella 7.4 Variazioni nelle principali voci rappresentative di debiti finanziari
Tabella 7.5 Indebitamento e composizione delle fonti
Tabella 7.6 Rapporto tra immobilizzazioni tecniche e fonti a medio-lungo termine
Tabella 7.7 Patrimonio netto e debiti finanziari per classe dimensionale
Tabella 7.8 Principali voci relative a debiti finanziari per classe dimensionale
Tabella 7.9 Indebitamento e composizione delle fonti per classe dimensionale
Tabella 7.10 Imprese zero-leverage per classe dimensionale
Tabella 7.11 Patrimonio netto e debiti per forma giuridica
Tabella 7.12 Principali voci relative ai debiti finanziari per forma giuridica
Tabella 7.13 Indebitamento e composizione delle fonti per forma giuridica
Tabella 7.14 Sfruttamento della leva finanziaria
Tabella 7.15 Rapporto tra ROI netto e ROD e indebitamento
Tabella 7.16 Flussi a servizio del debito e coverage
Tabella 7.17 Peso degli investimenti finanziari

Tabella 7.18 Rapporto tra disponibilità e tipologie di debiti (totale)
Tabella 7.19 Imprese con segnali di crisi
Tabella 7.20 Posizione finanziaria netta
Tabella 8.1 Incidenza del costo del personale sul valore della produzione
Tabella 8.2 Tassi di variazione del costo del personale nel triennio
Tabella 8.3 Le classi componenti il costo del personale
Tabella 8.4 Tassi di variazione delle classi del costo del personale nel triennio
Tabella 8.5 Fondi TFR e fondi di quiescenza a Stato Patrimoniale
Tabella 8.6 La numerosità del personale dipendente
Tabella 8.7 Il costo mediano del personale per classi dimensionali
Tabella 8.8 Il costo unitario mediano del personale per classi dimensionali
Tabella 8.9 Il costo mediano per stipendi in base alla redditività aziendale (ROA)
Tabella 8.10 Lo stipendio unitario mediano in base alla redditività aziendale (ROA)
Tabella 8.11 Il costo mediano per stipendi in base alla crescita strutturale del triennio
Tabella 8.12 L'andamento degli stipendi reali
Tabella 8.13 Tassi di variazione degli stipendi reali nel triennio
Tabella 8.14 L'andamento degli stipendi reali unitari (valori mediani)
Tabella 8.15 Tassi di variazione degli stipendi reali unitari (valori mediani)
Tabella 8.16 L'incidenza mediana delle classi di costo sul valore della produzione
Tabella 8.17 La distribuzione del valore aggiunto (valori totali)
Tabella 8.18 La distribuzione del valore aggiunto (valori mediani)
Tabella 9.1 Numero di imprese con fondo per rischi e oneri pari a zero
Tabella 9.2 La dinamica del fondo per rischi e oneri nel triennio
Tabella 9.3 Il valore del fondo per rischi e oneri
Tabella 9.4 Imprese con fondi non movimentati nel triennio
Tabella 9.5 Composizione del fondo rischi e oneri (imprese con fondo rischi e oneri maggiore di zero)
Tabella 9.6 L'utilizzo degli "altri fondi" nel periodo indagato
Tabella 9.7 Differenti tipologie di strumenti finanziari derivati
Tabella 9.8 Imprese con riserva cash-flow hedge diversa da zero
Tabella 9.9 Segno e valore della riserva cash flow hedge
Tabella 9.10 Derivati "netti" (totali)
Tabella 10.1 Imposte sul reddito di competenza economica e imposte sul reddito "teoriche" delle imprese con Risultato globale lordo (RGL) maggiore di zero
Tabella 10.2 Componenti delle imposte sul reddito delle imprese con RGL>0
Tabella 10.3 Componenti delle imposte sul reddito delle imprese con RGL<=0
Tabella 10.4 Imposte anticipate e/o uso del Fondo imposte differite delle imprese con RGL<=0 nel triennio
Tabella 10.5 Imposte sul reddito per classe dimensionale delle imprese con RGL>0
Tabella 10.6 Imposte sul reddito per classe dimensionale delle imprese con RGL<=0
Tabella 10.7 Oneri sociali (B9b) delle imprese del campione
Tabella 10.8 Oneri sociali (B9b) per classe dimensionale delle imprese del campione
Tabella 10.9 Posizione netta verso l'erario (valori negativi=posizione creditoria) dell'intero campione
Tabella 10.10 Fondo per imposte, anche differite
Tabella 10.11 Tax rate effettivo delle imposte di competenza economica
Tabella 10.12 Tax rate effettivo delle imposte correnti (ex TUIR)

Tabella 10.13 Imprese beneficiarie di contributi in conto esercizio
Tabella 10.14 Trend contributi in conto esercizio
Tabella 10.15 Contributi in conto esercizio e dimensionamento aziendale
Tabella 10.16 Incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione
Tabella 10.17 Incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione e crescita aziendale
Tabella 10.18 Incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione per classe dimensionale
Tabella 11.1 La localizzazione delle imprese del campione
Tabella 11.2 Le forme societarie a livello territoriale
Tabella 11.3 L'età delle società campione nei territori
Tabella 11.4 Profili strutturali del sistema economico-produttivo (raggruppamenti settoriali)
Tabella 11.5 L'andamento dei ricavi di vendita
Tabella 11.6 La mediana dei ricavi di vendita
Tabella 11.7 Tassi di variazione dei ricavi di vendita
Tabella 11.8 I costi della produzione
Tabella 11.9 Incidenza dei costi della produzione sul valore della produzione e mediana dei costi della produzione
Tabella 11.10 Tassi di variazione dei costi della produzione
Tabella 11.11 L'EBITDA
Tabella 11.12 La mediana dell'EBITDA
Tabella 11.13 Tassi di variazione dell'EBITDA
Tabella 11.14 Il risultato di esercizio
Tabella 11.15 La mediana del risultato di esercizio
Tabella 11.16 Tassi di variazione del risultato di esercizio
Tabella 11.17 Il ROE
Tabella 11.18 La mediana del ROE
Tabella 11.19 Tassi di variazione del ROE
Tabella 12.1 Il campione
Tabella 12.2 La rappresentatività del campione
Tabella 12.3 L'anzianità delle imprese del campione
Tabella 12.4 Il Conto economico aggregato
Tabella 12.5 Le variazioni delle voci di Conto economico
Tabella 12.6 Le imprese in perdita
Tabella 12.7 Le imprese in utile
Tabella 12.8 Il tax rate
Tabella 12.9 I dati sull'occupazione
Tabella 12.10 Le principali voci dell'attivo
Tabella 12.11 Le variazioni percentuali delle voci che compongono l'attivo patrimoniale
Tabella 12.12 Le principali voci del passivo
Tabella 12.13 Le variazioni percentuali delle voci che compongono il passivo patrimoniale

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1.1 Procedura di selezione del campione

Figura 2.1 L'andamento del numero di società fallite, inattive e in liquidazione

Figura 2.2 Dinamica dei ricavi sul triennio e stabilità del reddito netto: possibili tipologie di imprese

Figura 2.3 Dinamica dei ricavi e del reddito netto: possibili tipologie di imprese

Figura 11.1 La performance in base ai ricavi di vendita e all'EBITDA

Figura 11.2 La performance in base al capitale investito e all'indice di indipendenza finanziaria

GLI AUTORI

Alberto Quagli, Professore Ordinario, Università degli Studi di Genova – Curatore e Autore dei Capitoli 1 e 6

Massimo Albanese, Ricercatore, Università degli Studi di Genova – Autore del Capitolo 11

Francesco Avallone, Professore Ordinario, Università degli Studi di Genova – Autore dei Capitoli 2 e 9

Elisa Bonollo, Professore Associato, Università degli Studi di Genova – Autrice del Capitolo 10

Alessandro Bulgarelli, Dottorando di Ricerca, Università degli Studi di Genova – Autore del Capitolo 12

Katia Corsi, Professore Ordinario, Università degli Studi di Sassari – Autrice del Capitolo 5

Costanza Di Fabio, Professore Associato, Università degli Studi di Genova – Autrice del Capitolo 4

Alberto Ezza, Professore Associato, Università degli Studi di Sassari – Autore del Capitolo 5

Paola Ramassa, Professore Associato, Università degli Studi di Genova – Autrice del Capitolo 8

Elisa Roncagliolo, Professore Associato, Università degli Studi di Genova – Autrice del Capitolo 3

Lorenzo Simoni, Ricercatore, Università degli Studi di Firenze – Autore del Capitolo 7

Alessandro Sura, Ricercatore, La Sapienza Università di Roma – Autore del Capitolo 7

1. FINALITÀ E METODO DELLA RICERCA

Alberto Quagli

Il bilancio di esercizio pubblicato continua ad essere il più potente strumento conoscitivo della gestione aziendale ed in questa ricerca lo si utilizza in misura massiccia per varie finalità.

1.1. I bilanci come strumento di verifica empirica dei concetti dell'economia aziendale

La prima finalità è quella di fornire un'ampia evidenza empirica della gestione delle aziende tramite i relativi riflessi economico-finanziari sintetizzati nel bilancio.
Tipicamente, nei corsi delle discipline aziendali si studia il sistema dei fattori e delle operazioni aziendali con un approccio essenzialmente teorico, ricorrendo ad esempi ideali. Si presentano le condizioni di equilibrio e, di conseguenza, squilibrio, economico e finanziario definendo normativamente ciò che l'azienda dovrebbe essere e come dovrebbe astrattamente operare, ma molto raramente si osservano le reali situazioni di una porzione molto ampia delle aziende italiane per trovar conferma di quelle teorie e ciò nonostante il primo Economista Aziendale (Zappa, 1937, p. 3) proclamava che "*Le teorie hanno dei doveri verso i fatti, mentre i fatti non hanno che dei diritti verso le teorie*".
Con riferimento all'uso dei bilanci, il crescente approccio empirico alla ricerca in Economia Aziendale sviluppatosi negli ultimi venti anni a seguito del processo di internazionalizzazione imposto dall'Anvur ha portato a pubblicare molti lavori di studiosi italiani su riviste internazionali anche prestigiose, ma non ha, perlomeno ad avviso di chi scrive, pienamente soddisfatto il bisogno suddetto. In effetti, i lavori empirici di scuola italiana in materia di bilancio sono spesso molto focalizzati su temi molto specifici, usano una metodologia statistica che alla prassi professionale (e anche a parte della comunità accademica) suona ancora come difficilmente decifrabile e prendono come prevalente base empirica di riferimento le società quotate, nel solco del filone dell'Accounting Economics di matrice statunitense. Anzi, si osserva sempre più frequentemente che le basi empiriche usate nei lavori di studiosi italiani riguardano società statunitensi o tuttalpiù, nella migliore delle ipotesi, ampi campioni di società europee redatti non secondo le regole nazionali ma secondo gli standard dello IASB. Lavori che prendono in considerazione ampie porzioni del sistema delle imprese italiane che adottano le regole contabili nazionali, che sono la stragrande maggioranza, sono quindi meno incentivati, scontando già in partenza il limite del possibile interesse della comunità accademica internazionale che rappresenta invece, per il sistema di valutazione della ricerca universitaria, un principio essenziale, stabilito in modo quasi aprioristico.
Questo sistema di valutazione, che non ha certo a cuore il rilievo degli studi accademici per la prassi operativa, tende a premiare gli articoli su riviste, piuttosto che gli approfondimenti monografici e quindi si può capire che studi come quello che proponiamo in questo lavoro non sono premiati nei ranking di valutazione.
Al di là di questo handicap accademico, riteniamo che un'ampia base empirica formata dall'esame sistematico dei bilanci di un numeroso gruppo delle imprese italiane fornisca un utilissimo strumento per riflettere su "*le condizioni di esistenza e le manifestazioni di vita e delle aziende*" (Zappa, 1926). Il bilancio rappresenta un modello semplificato della gestione aziendale, dal quale trarre molte informazioni a partire dal risultato economico di esercizio, il reddito, l'indicatore più sintetico della capacità di creazione di ricchezza. Certamente tale documento non è in grado di fornire direttamente molti profili della gestione quali, ad esempio, le prospettive future o la comprensione delle strategie aziendali, ma permette di capire se il "motore" è efficiente, generando utili e liquidità.
Ai fini delle domande di ricerca dell'economia aziendale, un'analisi di un ampio campione di società consentirebbe di capire come si finanziano le imprese italiane, quali fattori produttivi prediligono e come li remunerano, quanto producono e vendono e con quale efficienza, come gestiscono gli investimenti, quante imposte pagano e quanti contributi ricevono dallo stato. Dal bilancio, grazie al suo grado di dettaglio previsto dalla normativa italiana, si può anche osservare quanto è diffusa la struttura di gruppo societario e i collegamenti partecipativi tra le varie imprese.

In questo lavoro si considerano tre esercizi (2021-2023) e le domande suddette richiedono un periodo ben più ampio per avere migliori risposte, ma confidiamo in una prosecuzione periodica di questa analisi e nella capacità progressiva di fornire una solida base empirica necessaria per il dibattito scientifico nell'Economia Aziendale.

1.2. Dal micro al macro al passo dei numeri

La seconda finalità è quella di sviluppare una base per un'analisi macroeconomica ma che possa avvalersi del livello di dettaglio delle righe di bilancio e, soprattutto, svolta da economisti aziendali che quelle righe le sanno interpretare. Cercheremo di studiare l'evoluzione delle aziende, con i loro processi di espansione e contrazione, il ricorso alla finanza, la loro produttività considerando il contributo dei diversi fattori.
In questo senso, i bilanci di una parte molto significativa del sistema delle imprese italiane si prestano per un'analisi sull'andamento della nostra economia. Tuttavia, i dati ufficiali dell'economia, quelli sulla cui base il governo centrale prende le decisioni di politica economica, non derivano dai bilanci delle imprese. Ad esempio, ISTAT sviluppa le proprie statistiche su "Produzione e valore aggiunto dei servizi destinabili alla vendita" con un metodo che è un misto di elaborazioni campionarie e di dati provenienti da altre amministrazioni pubbliche [1]. Più di recente, l'istituto nazionale di statistica pubblica il "Censimento permanente delle imprese", assieme a Confindustria, basato su un questionario con cadenza triennale che coinvolge un campione di circa 280.000 imprese che impiegano almeno 3 addetti[2]. Confindustria fa degli studi mirati su questioni di politica economica ma si basa in gran prevalenza su questionari, non su bilanci delle imprese. L'Ufficio parlamentare di bilancio usa dati di bilancio delle imprese per la micro-simulazione sulla tassazione delle società di capitali (MEDITA), ma senza la finalità di rappresentare sistematicamente gli andamenti economici e finanziari delle imprese.
Tra le società private, Mediobanca utilizza i bilanci in modo massiccio, elaborando analisi basate su campioni di imprese che arrivano fino ad alcune migliaia di unità, sia per analizzare la situazione economica di alcuni aggregati (medie imprese manifatturiere italiane, servizi bancari, finanziari e assicurativi), sia per fornire dati di dettaglio di bilancio. In particolare, lo studio periodico sulle "Medie imprese industriali italiane", in collaborazione con Unioncamere e il Centro Studi Tagliacarne è quello che più si avvicina al nostro lavoro per il grado di dettaglio sui bilanci per quanto riferito ai soli settori manifatturieri, che si avvale della disponibilità dei bilanci in formato XBRL.
Il campione più ampio basato su bilanci è tuttavia quello usato dalla Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti con il suo "Osservatorio dei Bilanci delle società di capitale", che su base annua regolare sviluppa analisi sullo stato di salute di una parte rilevantissima dell'economia italiana. Il grado di analisi è meno spinto del nostro lavoro ma usano un campione di 700.000 società di capitali, che si avvicina all'universo delle imprese con quella macro-forma giuridica che include tutti i tipi di SRL e di SPA, oltre alle SAPA.
Vanno tuttavia rilevati tre limiti all'uso dei bilanci per le analisi macroeconomiche.
Anzitutto, solo per le società di capitali i bilanci sono pubblici, ossia depositati presso il registro delle imprese, rimanendo escluse da tale obbligo le società di persone e le imprese individuali. In termini di numero di imprese questo vincolo riduce enormemente la base empirica usata, per quanto spieghi la maggior parte degli output (valore della produzione, margini reddituali).
In secondo luogo, per le imprese italiane vi sono tre tipi di bilancio. Oltre a quello ordinario, vi sono il bilancio abbreviato e quello delle microimprese (rispettivamente, art. 2435 bis e art. 2435 ter del Codice Civile), con schemi di stato patrimoniale e di conto economico più dettagliati per il bilancio ordinario e meno per le altre due tipologie. Tale diversità limita la possibilità di rilevare gli stessi dati per tutte le imprese che pubblicano il bilancio. Un esempio di semplificazione negli schemi di bilanci "non ordinari" che ne limita sensibilmente la capacità informativa è la mancata distinzione entro la classe dei debiti e dei crediti di quelli di origine commerciale, di natura finanziaria o altro. Consegue la necessità di considerare solo i bilanci "ordinari", se si vuole svolgere un'analisi dettagliata. Essendo il numero delle imprese che pubblicano il bilancio in forma non

[1] Si veda sub https://www.istat.it/scheda-qualita/produzione-e-valore-aggiunto-dei-servizi-destinabili-alla-vendita/
[2] - https://www.istat.it/statistiche-per-temi/censimenti/imprese/

ordinaria oltre dieci volte più numeroso di quelle che lo pubblicano in forma ordinaria, questo vincolo limita inevitabilmente il numero di bilanci che è possibile analizzare.
Infine, l'esistenza di partecipazioni di controllo implica la redazione di un bilancio consolidato, laddove non sussista possibilità di esonero dalla redazione di questo documento, circostanza che ricorre frequente nei casi di subholding e di gruppi di minori dimensioni. Per cui, si dovrebbe, nella migliore delle ipotesi:

- considerare il bilancio consolidato per le imprese incluse nel campione che lo redigono,
- escludere tutti i bilanci separati delle imprese che sono incluse nel consolidato dell'impresa capogruppo inclusa nel campione e
- considerare i bilanci separati delle altre imprese incluse nel campione che non pubblicano il bilancio consolidato.

In questo modo, si eviterebbe di gonfiare i dati per effetto delle operazioni infragruppo, nel senso che se la capogruppo A vende alla controllata B beni per 100 dal costo di 80 e B rivende gli stessi beni a soggetto esterno al gruppo per 200, la lettura aggregata dei dati porta a dire che i ricavi di vendita sono 300 (ricavi A 100 + ricavi B 200) e i costi di produzione di 180 (costi A 80 + costi B 100), mentre la lettura nel bilancio consolidato mostra ricavi per 200 e costi per 80. Il margine reddituale sarebbe lo stesso, in quanto il dato aggregato sarebbe dato dalla somma del margine di A 20 ed il margine di B 100, per un totale di 120 mentre nel bilancio consolidato il margine apparirebbe direttamente per 120. Tuttavia, i ricavi di vendita e i costi di produzione nella lettura aggregata risulterebbero ben superiori a quelli desumibili dal consolidato.
Ma anche se si considerassero i bilanci consolidati per le imprese che lo redigono, il problema suddetto sarebbe solo circoscritto e non risolto, in quanto sono molte le società che non redigono il consolidato pur avendo partecipazioni di controllo, per effetto delle opzioni di esonero descritte in precedenza e quindi il rischio di eliminare i riflessi delle operazioni infragruppo non sarebbe eliminato. Inoltre, per noi riveste una certa importanza analizzare anche le partite infragruppo che permettono di desumere dati interessanti sulla gestione delle imprese. In un bilancio consolidato tutti le poste patrimoniali attive e passive infragruppo non risultano in quanto elise nella procedura di consolidamento.
Inoltre, l'uso dei bilanci consolidati introdurrebbe un altro limite alla finalità di studiare il dato macroeconomico. In un consolidato appaiono, infatti, dati di imprese con sede in Italia ma che possono pacificamente includere società controllate con sede all'estero. Questo sporcherebbe l'analisi, perché non potremmo parlare di dati macroeconomici riferiti alla realtà italiana. Usare i bilanci separati delle società causa certamente minore inquinamento in questo senso, per quanto vi potrebbero essere società italiane con una filiale all'estero non costituita con forma giuridica autonoma.
Infine, e diremmo, soprattutto, perché le regole civilistiche e fiscali si basano sulla singola impresa, non sul gruppo. L'individuazione degli stati di crisi nel Codice della Crisi, la tassazione del reddito imponibile, i contratti di lavoro, la distribuzione di dividendi, giusto per citare alcuni tra gli ambiti maggiori, prendono come riferimento la singola impresa, non il gruppo.
Pertanto, di fronte a questi pro e contro, abbiamo fatto la scelta più semplice, ossia considerare solo i bilanci ordinari "separati", ossia non consolidati, come di seguito descritto nel dettaglio.

1.3. L'impatto delle regole civilistiche e fiscali

La terza finalità della ricerca è esaminare l'effetto contabile sui bilanci delle imprese, e quindi sulla loro economia, delle regole civilistiche e fiscali.
Molte scelte di politica economica e industriale da parte del Governo che interessano le imprese si traducono in cambiamenti di valori economico – finanziari riflessi nel bilancio, basti pensare ad incentivi ad investimenti ed assunzioni di personale, a politiche di reshoring produttivo, o a cambiamenti nella tassazione del reddito di impresa. Ma anche cambiamenti nelle norme che disciplinano l'attività d'impresa incidono sui valori di bilancio, come nel caso relativamente recente del Codice della Crisi e dell'Insolvenza che ha stabilito delle soglie di dati patrimoniali riferiti all'indebitamento il cui superamento qualifica un fondato indizio della crisi.
In questo senso, il rapporto con i dati di bilancio è, o almeno dovrebbe essere, duplice. La lettura e la comprensione dei dati di bilancio di classi più o meno ampie di imprese dovrebbe fornire all'organo decisore, da un lato, una base informativa necessaria per valutare ex-ante l'impatto delle scelte suddette; dall'altro

lato, i relativi consuntivi farebbero capire, con maggiori o minori sforzi, quale sia stato l'effetto delle scelte e se questo va nella direzione voluta oppure genera riflessi indesiderati.
Anche in questo caso, il bilancio offre molti dati ma questi potrebbero non avere il grado di dettaglio sufficiente per soddisfare la potenziale domanda informativa del *regulator*. Per esempio, i costi per servizi rappresentano un ampio aggregato incluso in un'unica voce del conto economico per il quale neppure in nota integrativa ne è specificato il contenuto. Se si vuol sapere quanto è il ricorso a servizi di outsourcing, ad esempio per esternalizzazione di lavorazioni caratterizzanti la qualità produttiva, lo specifico costo relativo non è osservabile. Risultando compreso nella più ampia voce "costi per servizi". Quindi, il bilancio potrebbe fornire solo un'indicazione molto generica, richiedendo, per il soddisfacimento della domanda, supplementi informativi quali richieste di dati analitici o questionari.
Non si può neppure pensare che il bilancio debba giungere a fornire tanti dettagli; si negherebbe altrimenti la sua natura di documento di sintesi. Come spesso ripetuto in dottrina, il contenuto informativo obbligatorio per legge del bilancio è un compromesso, frutto di un graduale processo di arbitraggio tra molteplici domande informative potenziali provenienti da tanti stakeholder: in sostanza, questo documento è il minimo comune denominatore in grado di rispondere alle domande "più importanti", come quale sia lo stato di salute economico-finanziario dell'impresa e quali le sue evoluzioni.
La sua natura definisce anche il limite temporale di uso dei dati. Un bilancio di un esercizio è disponibile per le imprese non quotate non prima di quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio e, concretamente, se ne devono attendere altri cinque o sei prima che esso sia disponibile nei principali data-base commerciali. Le decisioni di politica economica invece richiederebbero una rappresentazione più aggiornata possibile delle situazioni di impresa. Nell'arco di 8-10 mesi molte variabili macroeconomiche possono mutare significativamente, rendendo scarsamente significativi i bilanci dell'ultimo esercizio ai fini di certe scelte di politica economica.
Però quei dati di sintesi potrebbero e dovrebbero essere usati al massimo delle loro potenzialità e l'impressione personale è che questo stato non sia ancora raggiunto, nonostante la teorica possibilità di acquisire e gestire rapidamente con mezzi digitali quantità impressionanti di dati. Un esempio che chi scrive conosce da vicino avendo partecipato, per un certo periodo, ai lavori ministeriali, valga per tutti: il Codice della Crisi di impresa è stato predisposto senza disporre di una rappresentazione sistematica dei bilanci aziendali che mostrasse i numeri delle imprese italiane "in crisi".
Sul punto, ci sembra infine importante far notare che, pur essendo il bilancio depositato nel registro delle imprese che è "pubblico" per norma di legge, nella realtà non è così. I dati sono acquisiti in via informatica dal sistema camerale e ottenerli in ampie quantità per analizzarli, costa. Se per ottenere un bilancio in formato .pdf si pagano da 10 a 20 euro, si può capire quanto costerebbe acquisire il bilancio in formato xbrl, che è il più ricco di informazioni, includendo anche la nota integrativa, di 100.000 aziende, magari su più anni. Sono importi che il "pubblico" in generale, compresi gli universitari che su tali dati devono far ricerca, non può assolutamente permettersi. Certamente vi sono dei costi di acquisizione e stoccaggio che van coperti, ma viene da domandarsi di chi sia la proprietà dei dati contenuti nei bilanci che sono pubblicamente depositati. Sebbene generati dalle imprese, quei dati non son più loro e neppure del "pubblico" in generale. Appartengono in sostanza al Registro delle Imprese, che è un organismo alle cui spese, tramite i diritti camerali, contribuiscono le stesse aziende che forniscono i dati. Se in un mondo utopico quella massa di dati fosse da tutti liberamente consultabile, penso che da parte degli studiosi potrebbero nascere spontanee molte analisi con spunti interessanti per le decisioni di politica economica[3]. Auspico che una seria riflessione sulla disponibilità dei dati di bilancio sorga in futuro, è un tesoro informativo che forse troppo presto è uscito fuori dal radar del legislatore. In questo lavoro useremo la pregevole e indispensabile banca-dati AIDA di Bureau van DijK. Non disporremo dei bilanci in XBRL, che costano troppo, ma faremo il possibile per torturare tutti i dati in nostro possesso. Alla fine, come diceva Ronald Coase, i dati confesseranno…

[3] Il Registro. delle imprese tenuto presso le camere di commercio di ciascuna provincia italiana, è stato istituito in virtù dell'art.8 L. 29 dicembre 1993, n. 580 e del relativo regolamento di attuazione (D.P.R. 7 dicembre 1995, n. 581). Esso contiene informazioni veridiche e pubbliche sui fatti salienti delle imprese, che vengono trattati da società private, quale ad esempio la *Cerved Business Information* S.p.A.

1.4. La base empirica e il metodo utilizzato

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, abbiamo estratto in data 6 dicembre 2024 dal database AIDA – Bureau Van Dijk le società componenti la base empirica con i seguenti criteri:

1) disponibilità dei bilanci in forma ordinaria (e non nella forma ridotta ex art. 2435 bis e 2435ter, per i motivi anzidetti) per i tre esercizi consecutivi (2021-2023). L'arco temporale è nel complesso sufficiente per valutare le variazioni intervenute tra un esercizio e il successivo. Spingerci più indietro avrebbe significato includere tutti gli effetti, molto negativi nel 2020, poi estremamente positivi nel 2021, indotti dalla pandemia Covid. I bilanci del 2024 alla data in cui scriviamo non sono ancora stati approvati o lo sono stati da poche settimane dalle assemblee societarie e quindi non disponibili;
2) forma giuridica di società di capitali (SAPA, SPA e SRL di qualunque tipo) che risultano attive alla data di estrazione;
3) redazione del bilancio secondo le regole nazionali (Codice Civile e principi contabili dell'OIC), escludendo le società che adottano gli IFRS. L'inserimento di questo filtro dipende dalla circostanza che i bilanci IFRS non sono immediatamente comparabili con i corrispondenti italiani, non essendo redatti con uno schema rigido di classificazione in bilancio, come previsto dalle regole contabili nazionali;
4) assenza della quotazione di titoli/azioni emesse sui mercati borsistici. Tale criterio è sostanzialmente ricompreso nel precedente, considerando che in Italia l'uso degli standard IFRS è obbligatorio nella redazione dei bilanci, sia separati che consolidati, delle quotate sul segmento ordinario di borsa. Esso però serve a escludere le rimanenti società quotate che potrebbero, in quanto quotate sull'Euronext Growth Milan, aver scelto di redigere il bilancio con le regole italiane. In ogni caso, la quotazione borsistica introdurrebbe nell'analisi rilevanti problemi di comparabilità, specie dal lato dell'accesso alla finanza.
5) esclusione delle società che svolgono, secondo il codice ATECO, attività principale o ausiliaria nell'ambito dei servizi finanziari, o attività assicurativa, tenuto conto che in Italia gli schemi di bilancio di queste imprese sono molto diversi da quelli delle imprese industriali (settore primario, manifattura, commercio e servizi), dovendo essere redatti secondo schemi specifici imposti dalle rispettive autorità di settore (Banca di Italia e IVASS).

Con tali criteri l'estrazione ha individuato 37.812 imprese, poi ridotte a 37.810 in quanto due società classificate come codice Ateco come non finanziarie, in realtà lo erano (si veda la seguente Figura 1.1).

Figura 1.1 – Procedura di selezione del campione

La nostra indagine si è basata sull'analisi delle righe degli schemi di stato patrimoniale e di conto economico. Segnaliamo che l'indisponibilità della nota integrativa in formato elaborabile, come di seguito più volte richiamato, limita la possibilità di svolgimento di analisi più dettagliate. Avremmo voluto usare anche i dati di rendiconto finanziario per studiare direttamente la dinamica delle varie categorie dei movimenti di liquidità, ma purtroppo ci siamo resi conto che i dati non erano utilizzabili per l'analisi, o perché in molti casi

non disponibili o perché, spesso, per una voce di entrata figuravano anche segni – e segni + per voci di uscita, rendendo quindi incomprensibile il dato.
Con riferimento al metodo, ci siamo anzitutto suddivisi l'analisi per aree omogenee del bilancio, ciascuna delle quali rappresenta un capitolo di questo libro. In questo senso, le aree individuate sono le seguenti:

- Immobilizzazioni tecniche
- Partecipazioni, proprietà e gruppi
- Area operativa del conto economico e il capitale circolante netto operativo
- Patrimonio netto
- Debito e liquidità, struttura e situazione finanziaria
- Lavoro e personale dipendente
- Rischi e strumenti derivati
- Rapporti con lo Stato: imposte e contributi

L'articolazione riflette le grandi classi dello schema di stato patrimoniale secondo l'art. 2424 del Codice Civile, con alcuni specifici approfondimenti che abbiamo ritenuto necessari alla luce delle finalità sopra menzionate, come nel caso dello studio del fenomeno delle partecipazioni, che permette interessanti riflessioni sulla proprietà delle imprese, o del fattore lavoro dipendente e delle voci che riguardano direttamente il rapporto tra l'impresa e lo stato sotto forma di imposte e contributi ricevuti.
Il capitolo 2 ha lo scopo di esaminare l'andamento complessivo delle società analizzate, particolarmente utile alla luce della finalità di fornire una prospettiva macroeconomica, mentre il capitolo 11 articola questo andamento complessivo su base settoriale e geografica.
Abbiamo anche dedicato un capitolo, l'ultimo, alla specifica categoria delle PMI Innovative e delle start-up innovative, come qualificate dall'iscrizione ad apposita sezione del registro delle imprese (https://www.registroimprese.it/start-up-innovative). Tale approfondimento non è solo motivato dal fatto che tali imprese godono di un quadro di riferimento agevolato e/o semplificato in ambito amministrativo, fiscale, fallimentare e del mercato del lavoro, ma anche perché ci sembra rilevante svolgere un'analisi mirata sulla classe di imprese che "dovrebbe" trainare il nostro sviluppo economico.
Abbiamo quindi:

- proceduto ad estrarre i dati di bilancio in funzione delle voci attinenti alle specifiche aree sopra elencate, in modo da consentire una prima analisi su base individuale;
- svolto riunioni mensili per coordinarci sulle scelte comuni di contenuto, metodo e formato, oltre a confrontarci tra singoli in caso di questioni di comune interesse;
- inserito al termine un glossario che riepiloga come sono calcolati gli indici o certe aggregazioni specifiche di voci di bilancio;
- preferito impiegare maggiormente il valore mediano rispetto al valore medio in quanto non avendo un limite superiore dimensionale, vi erano numerosi outlier di grandi dimensioni che rendevano scarsamente significativa la semplice media;
- usato, sebbene in modo non sistematico su tutte le aree, la distinzione tra grandi imprese e PMI scegliendo come soglia il valore di 50 milioni di ricavi di vendita conseguito nell'esercizio 2023. Si tenga presente che l'uso di soli bilanci in forma ordinaria, implicitamente determina una soglia inferiore rappresentata dagli 8,8 milioni di euro di ricavi (valida per il triennio esaminato), al di sotto della quale, in presenza anche di altre condizioni, le imprese possono presentare il bilancio in forma "non ordinaria" (abbreviato e microimprese);
- usato la stessa suddivisione per settori produttivi cercando un compromesso tra la significatività del dato, che porterebbe a usare settori più circoscritti possibile e la leggibilità delle tabelle, che invece spinge nella direzione opposta.

L'approccio statistico usato è di tipo descrittivo, nel senso che in questo lavoro non sviluppiamo specifiche analisi di correlazione. Sarebbe stato molto interessante farle e, in effetti, questi dati offrono molteplici spunti interessanti per un'analisi inferenziale, ma avremmo appesantito di molte pagine in più il volume allungando anche i tempi per la sua redazione. Ci promettiamo però di farlo in futuro, anche con lavori su singoli profili.

Il campione utilizzato nelle successive analisi, composto come detto da 37.810 società di capitali, presenta una rilevante rappresentatività del tessuto imprenditoriale nazionale. I criteri che hanno guidato la nostra scelta, infatti, hanno consentito di condensare nel campione un peso rilevante dei ricavi complessivamente generati e del numero di dipendenti complessivamente impiegati.
A fronte di un peso percentuale pari al 3,6% dell'intera popolazione di società di capitali, attive, non quotate, non finanziarie, non *IFRS adopter* e con bilanci disponibili nel triennio 2021-2023, il nostro campione è in grado di spiegarne oltre il 66% dei ricavi complessivamente generati nell'esercizio 2023, così come di considerare il 53,7% del numero complessivo di dipendenti in essa impiegati. Ci sembra un campione ben rappresentativo dell'universo delle aziende italiane.

2. GLI ANDAMENTI COMPLESSIVI

Francesco Avallone

2.1. L'analisi demografica delle aziende

Prima di procedere con l'analisi delle principali tendenze dei risultati economici delle aziende del campione appare utile soffermarsi anzitutto sull'evoluzione demografica delle società di capitali nel periodo analizzato (2021-2023).
Considerando i dati forniti da Movimprese per la totalità delle società di capitali su tutto il territorio nazionale, sono state utilizzate le informazioni relative al numero di imprese registrate, al numero di imprese attive e a quello dell'aggregato rappresentato dalle aziende inattive, in liquidazione e in fallimento. Il dettaglio delle sole società di capitali fallite, invece, è stato ottenuto utilizzando lo specifico modulo della banca dati AIDA Bureau Van Dijk.

Tabella 2.1– L'andamento demografico delle società di capitali (2014-2023)

	Registrate	Attive	Inattive, in liquidazione e in fallimento	Fallite
2014	1.487.014	1.008.451	478.563	7.465
2015	1.539.965	1.043.841	496.124	6.349
2016	1.591.590	1.082.003	509.587	6.312
2017	1.651.549	1.125.812	525.737	6.431
2018	1.714.910	1.177.503	537.407	6.407
2019	1.763.011	1.220.301	542.710	6.960
2020	1.791.853	1.265.041	526.812	5.546
2021	1.816.221	1.310.046	506.175	4.024
2022	1.851.712	1.347.148	504.564	2.730
2023	1.877.233	1.387.061	490.172	1.729

La prima indicazione che emerge è una crescita costante, non solo nel triennio indagato (2021-2023), del numero di imprese registrate, ma soprattutto di quelle attive. Questo dato può essere indubbiamente considerato quale *proxy* di una possibile "vivacità" del tessuto imprenditoriale nazionale. Tuttavia, se letto congiuntamente alla dinamica del numero di imprese individuali e di società di persone registrata nel medesimo periodo, esso potrebbe indicare, seppur parzialmente, un possibile travaso di aziende dalla forma individuale e di società di persone a quella di società di capitali (magari nella forma di SRL semplificata che richiede capitali minimi per la propria costituzione). Infatti, a fronte della suddetta crescita del numero di società di capitali registrate (nel triennio considerato pari a oltre 61.000 imprese per una crescita percentuale del 3,3%) si osserva una costante decrescita del numero di imprese individuali e di società di persone, con un *trend* decisamente superiore in termini tanto assoluti quanto percentuali (sempre nel triennio 2021-2023, si rileva una riduzione di oltre 165.000 imprese individuali e di persone, pari a una contrazione percentuale del 4%). Tale contrazione può essere spiegata considerando anche il fenomeno della cosiddetta "desertificazione commerciale", ovvero la progressiva riduzione delle attività commerciali dai territori, fenomeno rilevato da un recente studio di Confcommercio e misurato dalla presenza di un bilancio negativo tra nuove aperture e chiusure di attività commerciali[4].
Spostando l'attenzione sul campione analizzato in questo lavoro, è opportuno rilevare la presenza, in tutti e tre gli esercizi considerati, di un certo numero di imprese contraddistinte dall'assenza di qualunque ricavo di vendita (A1). In ciascuno degli esercizi analizzati (2021-2023), infatti, il numero di aziende con ricavi pari a zero è relativamente costante e compreso tra 623 (esercizio 2022) e 661 (esercizio 2021), con una

[4] Confesercenti, dossier "Commercio e servizi: le oasi nei centri urbani", Roma, 24 ottobre 2024.

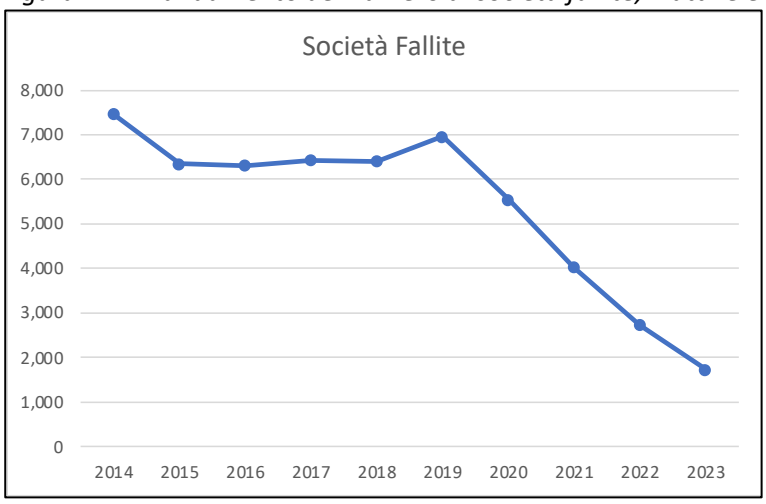
percentuale sul numero complessivo di aziende considerate nel campione attorno a 1,7% in ogni esercizio (Tabella 2.2).

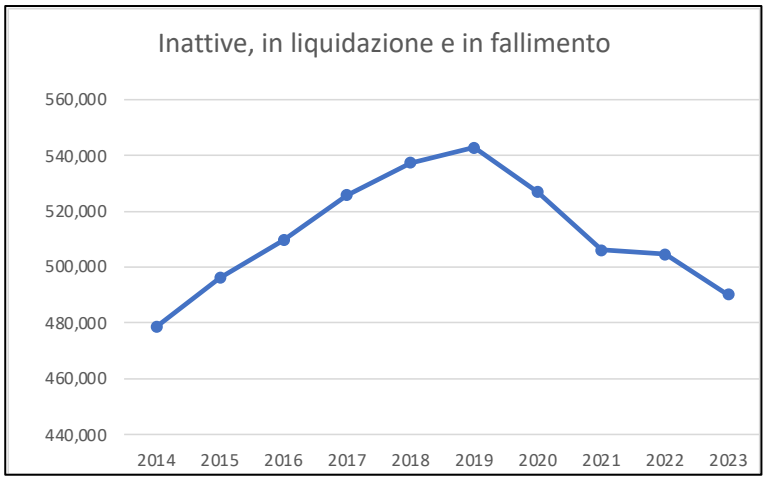
Tabella 2.2– Imprese del campione con ricavi pari a zero (2021-2023)

	2023	**2022**	**2021**
N. imprese con ricavi pari a zero	637	623	661
% sul totale delle imprese (n. 37.810)	1,7%	1,6%	1,7%

Sempre all'interno del campione considerato è stata rilevata la presenza di ben 533 imprese (1,4% del campione) che presentano tale caratteristica in maniera stabile su tutti e tre esercizi considerati.
Queste aziende, che a parere dello scrivente possono di fatto considerarsi "inattive", presentano come abbiamo detto un'incidenza percentuale sul campione (mai superiore a 1,7%) decisamente inferiore rispetto alla totale incidenza inizialmente presentata delle aziende inattive, in liquidazione e in fallimento sul totale delle società di capitali registrate, mostrando così la corretta composizione del campione utilizzato alla luce delle finalità inizialmente dichiarate. Resta inteso che la presenza di tali aziende nel campione rivela, quantomeno, un certo ritardo nell'identificazione dell'effettiva inattività delle aziende o, in alternativa, l'impiego di parametri non sempre idonei a tal fine.
Un secondo aspetto meritevole di attenzione è rappresentato dalla dinamica del numero di società fallite. Focalizzando l'attenzione, anche in questo caso, sulle sole società di capitali, si osserva un andamento altalenante nel periodo 2014-2019, con una marcata e costante contrazione dei fallimenti a partire dall'esercizio 2020 e per tutto il triennio indagato.
I grafici seguenti mostrano chiaramente la richiamata contrazione, sia ponendo l'attenzione sulle sole società di capitali fallite, sia considerando il più ampio aggregato di cui le società fallite ne rappresentano esclusivamente una porzione (aggregato rappresentato dalle società fallite, in liquidazione e genericamente inattive).

Figura 2.1– L'andamento del numero di società fallite, inattive e in liquidazione





La corretta interpretazione del fenomeno non può prescindere, però, dall'adeguata considerazione del contesto di riferimento. Negli esercizi 2020 e 2021, per prima cosa, si è assistito a una proliferazione di norme potenzialmente in grado di giustificare il richiamato andamento. Occorre ricordare, al riguardo, i molteplici decreti di blocco delle istanze di fallimento che si sono susseguiti proprio a partire dal 2020 (si pensi ad esempio al DL 18/2000 "Cura Italia" e al DL 183/2020 "Milleproroghe") nonché quelli volti a bloccare sia le segnalazioni di crisi da parte degli organi di controllo e dei creditori pubblici (DL 23/2020 "Liquidità",) sia la disciplina dell'allerta della crisi prevista dal codice della crisi d'impresa (sospensione operata fino al 31 dicembre 2021 per effetto del DL 73/2021 "Sostegni bis").
A partire da febbraio 2022 si assiste invece alla riattivazione delle procedure concorsuali, aspetto questo bilanciato però dall'entrata in vigore, a partire dal 15 luglio 2022, del nuovo codice della crisi e dell'insolvenza d'impresa (CCII) che, per quanto abbia presentato un avvio decisamente lento, è stato utilizzato prevalentemente proprio dalle società di capitali di maggiori dimensioni. Al riguardo, i dati dell'Osservatorio Fallimenti CERVED sono allineati con quanto appena presentato anche se rilevano, questa volta per il totale delle imprese italiane e considerando anche la liquidazione giudiziale e controllata, una ripresa del numero di fallimenti (+1,5%), dopo sei trimestri negativi, a partire dal 2° trimestre 2023, soprattutto per le imprese di minori dimensioni.

2.2. La dinamica dei ricavi e del valore aggiunto

L'analisi dei ricavi e del valore aggiunto per le aziende del campione considerato rivela andamenti complessivamente positivi, con tassi di crescita decisamente superiori nel 2022 rispetto a quelli rilevati nel 2023.
In particolare, mentre la crescita rilevata nel 2022, in termini tanto di ricavi quanto di valore aggiunto, risulta superiore a quella dell'inflazione misurata nel medesimo periodo (fonte ISTAT, indice prezzi al consumo), nell'esercizio 2023 i tassi di crescita si allineano sostanzialmente a quelli dell'inflazione, rilevando complessivamente la sostanziale assenza di una crescita in termini reali.

Tabella 2.3 – Andamento dei ricavi, del valore aggiunto e del reddito netto (dati aggregati)

euro/000		**2023**	**2022**	**2021**	**2023/2022**	**2022/2021**
Ricavi	Totale	1.832.102.887	1.915.530.617	1.549.289.890	-4,4%	23,6%
	Mediana	16.925	16.581	14.560	2,1%	13,9%
Valore aggiunto	Totale	387.140.182	362.719.934	323.916.270	6,7%	12,0%
	Mediana	4.008	3.772	3.404	6,3%	10,8%
Risultato netto	Totale	85.411.185	76.660.018	60.740.345	11,4%	26,2%
	Mediana	498	485	410	2,6%	18,5%
PIL (a P mkt – ISTAT)					6,65%	8,39%
Inflazione					5,65%	8,12%

Distinguendo la dinamica dei ricavi da quella del valore aggiunto (valori aggregati per il campione), si nota un *trend* decisamente migliore per la seconda grandezza. I ricavi delle vendite, infatti, evidenziano un sostanziale arresto nella loro crescita dopo una rilevante ripresa registrata nel 2022, ovvero nel periodo immediatamente post-pandemico. Il valore aggiunto, invece, appare indubbiamente più stabile nei due esercizi considerati, con livelli percentuali di crescita sempre allineati al PIL e sempre superiori rispetto al tasso di inflazione registrato nel medesimo periodo.
In particolare, analizzando il *trend* di ricavi e valore aggiunto a valori "reali" (Tabella 2.4), ovvero rideterminati al netto del tasso di inflazione rilevato nel medesimo periodo, si nota non solo la maggiore stabilità della crescita del valore aggiunto, bensì la presenza in termini "reali" di una crescita maggiore del valore aggiunto nel 2023 rispetto al 2022 (contrariamente ai ricavi).

Tabella 2.4 – La dinamica "reale" dei ricavi e del valore aggiunto

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**	**2023/2022**	**2022/2021**
Ricavi "reali"	1.728.520.673	1.760.019.323	1.519.118.575	-1,8%	15,9%
Valore aggiunto "reale"	365.251.972	333.272.545	317.608.121	9,6%	4,9%

Questi andamenti, sostanzialmente stabili anche ripartendo il campione nei due sottogruppi rappresentati dalle imprese costituite nella forma di SPA e da quelle costituite in forma di SRL (tabella non presentata), sembrano compatibili con una generalizza capacità delle aziende del campione di operare, indipendentemente dalla forma giuridica di costituzione, raggiungendo maggiori livelli di efficienza interna.

2.3. Il reddito netto e la marginalità operativa

L'analisi del risultato netto di periodo dimostra andamenti similari a quanto in precedenza mostrato, con una crescita significativa rilevata soprattutto nel 2022, seguita da una decisa contrazione nel corso dell'anno 2023.
In questo caso, il valore particolarmente basso del tasso di crescita del risultato netto mediano dimostra una profonda differenza delle situazioni esistenti all'interno del campione, con almeno la metà delle imprese che presentano tassi di crescita alquanto ridotti. A livello aggregato, invece, la crescita appare buona e superiore ai livelli dell'inflazione, dimostrando la capacità di un gruppo di aziende di ottenere una dinamica crescente dei risultati netti, che possono essere stati ottenuti anche sfruttando in modo adeguato le eventuali deroghe concesse (es. ammortamenti), l'attività finanziaria e le politiche fiscali.
Quale ulteriore approfondimento sul risultato netto dell'esercizio, è interessante osservare che nel periodo indagato il numero di aziende con risultato netto positivo appare predominante, pari all'87% del campione considerato (per approfondimenti sulla dinamica del reddito netto e sul suo impiego si rinvia al successivo *Capitolo 6*). Tale percentuale, inoltre, è sostanzialmente stabile nel triennio indagato, nonché all'interno dei due sottogruppi rappresentati dalle imprese costituite in forma di SPA e di SRL (Tabella 2.5).
È utile rilevare che complessivamente, in ciascuno dei tre anni considerati, delle aziende con risultati economici positivi ben oltre il 18% (precisamente il 18,5% nel 2023 e 2022 e il 20% nel 2021) presentano un reddito netto positivo, ma inferiore a una soglia di 100.000 euro.

Tabella 2.5 – Le imprese con risultato netto positivo

	N. imprese			**Percentuale (%)**		
	2023	**2022**	**2021**	**2023**	**2022**	**2021**
Imprese in utile	32.934	32.885	32.914	87,1%	86,9%	87,0%
SPA in utile	11.159	11.167	11.132	87,1%	87,1%	86,9%
SRL in utile	21.775	21.718	21.782	87,1%	86,9%	87,1%

Considerando, infine, la stabilità del risultato per azienda nel triennio, si osserva che solo il 14% del campione presenta andamenti discontinui, da intendersi come il susseguirsi di risultati netti di segno differente. La

maggioranza delle aziende presenta, invece, un andamento costante nel triennio (sempre positivo o sempre negativo) e di esse la maggioranza (93%) sempre positivo.

Tabella 2.6 – La stabilità del risultato netto d'esercizio nel triennio (2021-2023)

	N. imprese	**%**	**%**
Imprese con utile stabile (nel triennio)	30.221	93,26%	79,93%
Imprese con perdita stabile (nel triennio)	2.185	6,74%	5,78%
Totale parziale	32.406	100,00%	
Imprese con risultati non stabili (nel triennio)	5.404		14,29%
Totale	**37.810**		**100,00%**

L'analisi della marginalità delle aziende del campione è stata realizzata considerando la marginalità aggregata sulle vendite (*return on sales*).
Malgrado le inevitabili limitazioni che possono derivare da un ragionamento di tipo aggregato, si osserva comunque per l'intero campione una marginalità delle vendite inferiore al 6% in tutto il triennio indagato. Positivo appare, invece, il *trend* rilevato, che dimostra un certo recupero della marginalità che passa infatti dal 4,8% (nell'esercizio 2021) al 5,6% (nell'esercizio 2023). Tra i possibili motivi di questa dinamica è possibile considerare il richiamato aumento di efficienza o, in alternativa, la capacità di trasferire, più che proporzionalmente, nel prezzo finale dei beni e servizi l'eventuale incremento dei prezzi degli input produttivi.
L'analisi della redditività delle vendite mediana conferma quanto appena detto, mostrando come la metà delle aziende del campione considerato (che, lo ricordiamo, si compone di ben 37.810 imprese) presenti un *return on sales* non superiore al 5,2% nel 2023 (4,5% nel 2021).

Tabella 2.7– La marginalità realizzata (2021-2023)

	2023	**2022**	**2021**
N. imprese	37.171	37.187	37.149
ROS (aggregato)	5,6%	4,9%	4,8%
ROS mediano	5,2%	4,7%	4,5%

Al riguardo, infine, è interessante rilevare come la redditività mediana delle vendite nell'esercizio 2023 risulti sensibilmente superiore per le imprese contraddistinte da una crescita del fatturato tra l'esercizio 2022 e l'esercizio 2023 rispetto alle imprese contraddistinte da decrescita o stabilità di ricavi di vendita. In particolare, il ROS mediano si assesta sui valori indicati in Tabella (5,6%) esclusivamente per le aziende con ricavi crescenti, scendendo a 3,4% per le altre imprese. Qualora si definisse una soglia di crescita dei ricavi superiore al 20%, la marginalità crescerebbe al 6,11% per l'esercizio 2023. Tale differenza non appare, invece, sull'esercizio 2022 data, molto probabilmente, la diffusa crescita di ricavi registrata nel periodo post COVID.
Complessivamente questo dato sembra identificare nella crescita dimensionale (qui sintetizzata nel fatturato) la condizione necessaria, seppur probabilmente non sufficiente, per ottenere migliori livelli di marginalità. Tale situazione sembra in un certo modo riconducibile alla nota relazione, da alcuni prospettata, tra potere di mercato, dimensione e redditività[5], che individua proprio nell'acquisizione di un maggiore potere di mercato delle aziende la condizione utile a ottenere un'opposta dinamica tra prezzi finali (in aumento) e costi (in riduzione), dunque una conseguente maggiore redditività.

[5] Per approfondimenti si rinvia a J. Eeckhout (2021), *The profit paradox. How thriving firms threaten the future of work,* Princeton University Press.

2.4. La situazione patrimoniale

Dopo aver brevemente sintetizzato la dinamica reddituale e la marginalità delle imprese del campione nel periodo 2021-2023 si procederà ora con l'analisi dei principali *trend* che hanno interessato le grandezze patrimoniali (Tabella 2.8.).
Rinviando ai seguenti capitoli per ogni approfondimento sulla singola grandezza, un'analisi complessiva rivela alcune caratteristiche piuttosto evidenti e interessanti. Per prima cosa, il capitale complessivamente investito cresce costantemente nel triennio, seppur con percentuali maggiori nell'anno 2022 rispetto a quelle rilevate nel 2023. Contestualmente, leggendo la dinamica del patrimonio netto alla luce della precedente analisi della redditività netta che rivelava la prevalente presenza di aziende con reddito netto positivo e stabile nel triennio, si osserva una costante crescita del patrimonio netto, sintomo di un significativo peso della componente autofinanziamento del netto rispetto a quelle di natura valutativa o riconducibili all'apporto di capitale da parte dei soci (per approfondimenti sul peso delle diverse componenti sul patrimonio delle imprese del campione si rinvia al successivo Capitolo 6).

Tabella 2.8– La dinamica delle principali grandezze del patrimonio

euro/000		**2023**	**Var. %**	**2022**	**Var. %**	**2021**
Capitale investito	Totale	1.909.923.416	4,7%	1.823.928.765	8,1%	1.687.397.016
	Mediana	16.964	3,0%	16.470	9,0%	15.107
Immobilizzazioni tecniche	Totale	518.819.209	2,3%	507.038.085	1,9%	497.395.831
	Mediana	2.769	4,1%	2.660	4,4%	2.549
Immobilizzazioni finanziarie	Totale	270.777.179	7,6%	251.544.871	6,9%	235.229.500
	Mediana	56	3,7%	54	63,6%	33
Capitale circolante (lordo)	Totale	1.105.086.391	5,1%	1.051.453.303	11,6%	942.165.418
	Mediana	11.054	1,3%	10.914	10,2%	9.902
Patrimonio netto	Totale	848.813.432	7,4%	790.691.853	7,4%	736.369.406
	Mediana	6.096	9,9%	5.549	9,9%	5.050
Debiti finanziari	Totale	270.896.070	-3,5%	280.832.952	3,0%	272.649.692
	Mediana	1.585	-16,7%	1.902	-1,2%	1.925
Debiti commerciali	Totale	277.111.822	-2,7%	284.840.469	10,7%	257.311.863
	Mediana	2.673	-4,0%	2.785	8,5%	2.567

Quanto al capitale complessivamente investito, si osserva anzitutto un peso prevalente della componente circolante rispetto a quella puramente tecnica. Le immobilizzazioni tecniche presentano, inoltre, una lieve crescita di entità probabilmente ulteriormente ridotta se si considera il frequente utilizzo della deroga per la sospensione degli ammortamenti da parte delle aziende (per approfondimenti sulla dinamica e la composizione delle immobilizzazioni, immateriali e materiali, e sulla diffusione dell'utilizzo della deroga per la sospensione degli ammortamenti si rinvia al successivo *Capitolo 3*).
Prevalente appare, invece, il tasso di crescita delle immobilizzazioni finanziarie (così come considerando i valori complessivi), principalmente dovuto all'investimento in partecipazioni di controllo (si veda cap. 4).
L'ultimo aspetto che sembra emergere, per nulla secondario, è rappresentato dalla dinamica dei debiti finanziari a partire dall'esercizio 2023. Questi, in termini assoluti e aggregati, decisamente inferiori rispetto al patrimonio netto, dimostrano un grado di indebitamento complessivamente contenuto delle aziende e ben al di sotto delle classiche soglie di rischio, peraltro in riduzione proprio per le tendenze sopra esposte (debiti finanziari in contrazione e crescita del patrimonio netto). Tali valori aggregati, che richiedono approfondimenti specifici per essere meglio interpretati, potrebbero essere parzialmente spiegati dalla presenza di imprese cosiddette *zero-leverage*, ovvero caratterizzata dalla sostanziale assenza di debito finanziario (si rinvia, quanto all'approfondimento sul grado di indebitamento delle imprese del campione, al successivo *Capitolo 7*).

2.5. Una possibile proposta di classificazione delle imprese

Analizzando in una prospettiva "dinamica" i dati raccolti e al fine di identificare possibili categorie alternative di aziende, abbiamo considerato anzitutto due misure di *performance* in grado di rappresentare profili differenti dell'operatività aziendale, ovvero la dinamica dei ricavi, da una parte, e la stabilità del risultato netto positivo (utile), dall'altra.
La prima delle due grandezze (l'evoluzione dei ricavi), infatti, consente di distinguere le aziende in grado di crescere in termini dimensionali, indipendentemente dalle alternative strategie adottate (per linee interne o per linee esterne), da quelle che presentano invece andamenti decrescenti o al più profili di relativa stabilità.
La seconda delle due grandezze (stabile presenza di un risultato netto positivo nel triennio indagato) consente invece di distinguere le imprese che riescono a trarre dalla gestione un risultato netto sempre positivo da quelle che si caratterizzano da alterni risultati netti, vuoi per la presenza di una rischiosità operativa tale da compromettere, in certi esercizi, il risultato della gestione, vuoi per l'eventuale difficoltà a gestire il peso dell'area finanziaria o di eventi di natura straordinaria.
Incrociando le due misure di *performance* è possibile così identificare quattro quadranti che potrebbero rappresentare altrettante tipologie di imprese (Figura 2.2.):

- imprese "*solide silenziose*", contraddistinte cioè da stabilità di reddito netto, ma dall'assenza di una crescita dei ricavi;
- imprese "*leader consolidate*", da intendersi invece come le aziende che presentano contemporaneamente crescita dei ricavi e stabilità di risultati netti positivi;
- imprese "*potenziali leader futuri*", ovvero imprese che presentano una crescita dei ricavi, ma contraddistinte da alterni risultati netti di periodo;
- imprese "*naviganti incerte*", definendo con tale denominazione le imprese che presentano contestualmente assenza di crescita dei ricavi e instabilità di risultati netti.

Figura 2.2 – Dinamica dei ricavi sul triennio e stabilità del reddito netto: possibili tipologie di imprese

		Crescita complessiva dei ricavi sul triennio	
		NO	*SI*
Stabilità dell' utile	*SI*	*"Solide silenziose"* *N. 16.177 (42,8%)*	*"Leader consolidate"* *N. 14.044 (37,1%)*
	NO	*"Naviganti incerte"* *N. 2.890 (7,6%)*	*"Potenziali leader future"* *N. 4.699 (12,4%)*

La Figura mostra chiaramente la distribuzione delle aziende del campione esaminato sulle quattro categorie appena identificate. Appare evidente la presenza prevalente di imprese "*solide silenziose*" e di "*leader consolidate*" che complessivamente accolgono quasi l'80% delle aziende considerate. Solo il 7,6% del campione, invece, è caratterizzato dalla contestuale presenza di incapacità di crescere (in termini di fatturato) e dall'assenza di stabilità di un reddito netto positivo.
Quale ulteriore approfondimento si è deciso di confrontare la crescita dei ricavi non tanto con la stabilità del risultato netto, quanto piuttosto con la sua crescita nel periodo esaminato (Figura 2.3.). Anche in questo caso si possono così identificare quattro possibili tipologie di aziende, ovvero:

- le imprese "*lean optimizers*", ovvero le aziende che presentano una costante crescita del reddito netto a fronte di ricavi di vendita non crescenti. Si tratta, in altre parole, di imprese in grado di riorganizzare le attività in modo da trarre continui profili di efficienza dalla gestione;
- le imprese "*performing scalers*", contraddistinte da una crescita costante tanto dei ricavi quanto del reddito netto. Combinano dunque l'attitudine alla crescita con l'efficienza operativa;
- le imprese "*expanding laggards*", che a fronte di una crescita costante dei ricavi, dunque di una costante crescita operativa, dimostrano però ancora problemi sulla redditività globale netta, ovvero non tramutano in crescita di redditi netti la crescita dei ricavi;
- le imprese "*static underperformers*", contraddistinte da assenza di crescita tanto dei ricavi quanto dei risultati netti.

Figura 2.3 – Dinamica dei ricavi e del reddito netto: possibili tipologie di imprese

		Crescita (costante) dei ricavi	
		NO	*SI*
Crescita (costante) del risultato netto	*SI*	*"Lean optimizers"* *N. 3.776 (10%)*	*"Performing scalers"* *N. 7.009 (18,5%)*
	NO	*"Static underperformers"* *N. 9.925 (26,2%)*	*"Expanding laggards"* *N. 17.100 (45,2%)*

Rispetto alla precedente analisi, in questo caso la maggioranza delle imprese del campione presenta una potenzialità di crescita non ancora tradotta in stabilità di crescita di risultato netto (le c.d. "*expanding laggards*" rappresentano il 45% del campione). Il 28,5% delle aziende del campione presenta, invece, risultati netti crescenti, seppur con una netta differenza: a fronte di una crescita continua dei ricavi (18,5%) ovvero ricercando solo maggiore efficienza a parità di ricavi (10%).
Focalizzando l'attenzione sulle imprese "*performing scalers*", infine, la maggioranza di esse (ben 5.869 aziende pari al 15,5% del campione) sono contraddistinte da crescita dei ricavi, crescita del risultato netto e dalla presenza di un risultato netto sempre positivo (utile) in tutti e tre gli esercizi considerati. Interessante notare, inoltre, come il 26,2% del campione non presenti né una crescita dei ricavi, né una crescita del risultato netto, rappresentando dunque un'evidente staticità dei risultati operativi.
Meritano un'attenzione particolare, infine, le imprese definite "*lean optimizers*", ovvero quelle caratterizzate da una crescita costante del risultato netto a fronte di una sostanziale staticità dei ricavi. Tale categoria, infatti, appare contraddistinta da una sostanziale assenza di crescita e da un'attenzione prevalente al taglio dei costi. Un simile atteggiamento, per quanto sia difficile ricondurlo ad un unico comportamento operativo, lascia però trasparire l'assenza di incentivi alla crescita, aspetto che come abbiamo in precedenza anticipato sembra invece essere una delle condizioni utili al conseguimento di adeguati livelli di marginalità. Il solo taglio dei costi, infatti, per quanto positivo in vista del raggiungimento di opportuni livelli di efficienza, oltre certi livelli potrebbe rischiare di compromettere la corretta remunerazione di tutti i fattori produttivi.

2.6. Riflessioni di sintesi

Il primo aspetto che appare meritevole di attenzione riguarda il generale dinamismo demografico delle società di capitali nazionali nel periodo indagato (2021-2023), evidenziato dalla costante crescita del numero di società registrate e attive e dalla contestuale contrazione di quelle fallite. Questo dato, tuttavia, deve essere adeguatamente interpretato tenendo in dovuto conto sia il possibile travaso di aziende dalla forma individuale e di società di persone a quella di società di capitali, soprattutto nella forma di SRL semplificata, sia il già richiamato potenziale rilevante impatto sul numero di società fallite dei molteplici decreti di blocco delle istanze di fallimento che si sono susseguiti proprio a partire dal 2020.

Passando invece alle principali misure di performance, in estrema sintesi, lo spaccato che emerge dall'analisi del campione indagato sembra rivelare una prevalente stabilità delle vendite, soprattutto se rappresentate in termini reali. Emerge, invece, la capacità diffusa (valida per il 50% del campione) di accrescere il valore aggiunto oltre i livelli medi di PIL, anche se la marginalità (intesa come redditività complessiva delle vendite) appare, per una buona parte del campione, mai superiore al 5% e comunque superiore per le sole imprese contraddistinte dalla crescita dei ricavi. Ciò sembra riconoscere nella crescita dimensionale la condizione necessaria, seppur non sufficiente, per ottenere i migliori livelli di marginalità operativa.

Quanto ai profili patrimoniali, i successivi capitoli consentiranno di meglio interpretare alcuni indizi emersi dalla lettura dei dati aggregati del campione, che dimostrano una crescita costante del patrimonio netto (probabilmente dovuta in misura prevalente alla componente di autofinanziamento), una crescita ridotta delle immobilizzazioni guidata essenzialmente da quelle finanziarie piuttosto che da quelle tecniche e la sostanziale assenza di eccessivi livelli di indebitamento, complessivamente spiegabile in termini aggregati anche dalla possibile presenza di imprese *zero-leverage*.

Il tentativo di identificare possibili cluster di aziende in funzione delle dinamiche dei ricavi e del reddito netto, infine, ha consentito di identificare una categoria di aziende, significativamente presente nel nostro campione, meritevole di attenzione poiché contraddistinta da assenza di crescita dei ricavi, pur in presenza di un risultato netto stabile o addirittura crescente. Queste aziende, infatti, che sembrano caratterizzate dall'attenzione prevalente al taglio dei costi, non paiono avere adeguati incentivi alla crescita, aspetto questo che, come abbiamo in precedenza anticipato, sembra invece essere una delle condizioni utili al conseguimento di adeguati livelli di marginalità.

3. LE IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE

Elisa Roncagliolo

3.1. Le immobilizzazioni tecniche

Con il termine immobilizzazioni tecniche ci si riferisce alle due tipologie di immobilizzazioni che sono identificate nell'attivo dello Stato Patrimoniale: le immobilizzazioni immateriali (voce B.I) e le immobilizzazioni materiali (voce B.II).
Il presente capitolo pone l'accento su tre profili specifici: (i) analisi dell'incidenza delle immobilizzazioni tecniche nei bilanci delle imprese e della tipologia di investimenti effettuati, (ii) indagine sui comportamenti valutativi che concernono le immobilizzazioni tecniche, (iii) esame delle politiche di investimento/disinvestimento delle imprese.
Con riferimento al primo obiettivo, l'incidenza delle immobilizzazioni tecniche permette di comprendere la loro rilevanza all'interno dei bilanci delle imprese italiane. In tale ambito, risulta di particolare interesse l'analisi della tipologia di investimenti effettuati, considerate anche le diverse potenzialità di ciascuna allo sviluppo dell'impresa.
I profili di bilancio che interessano i processi valutativi delle immobilizzazioni tecniche sono numerosi. Tali poste sono infatti soggette *in primis* al sistematico processo di ammortamento per il quale però, come si vedrà, il legislatore ha permesso la possibilità di derogare nel periodo Covid per sostenere le imprese. Le stesse poste sono inoltre coinvolte in ulteriori processi di valutazione che possono portare alla necessità di iscrivere una svalutazione o all'opportunità di rivalutarle.
Infine, considerata la cruciale rilevanza che le immobilizzazioni rivestono in termini gestionali, l'analisi dei dati di bilancio permette di evidenziare i comportamenti delle imprese in termini espansionistici, attraverso la conclusione di nuovi investimenti, oppure di ridimensionamento della disponibilità di immobilizzazioni. Sul punto, risultano di particolare interesse le associazioni tra le scelte di investimento delle imprese e le loro caratteristiche.
Occorre precisare che l'analisi prevede necessariamente il ricorso ad alcune assunzioni, non disponendo delle informazioni di dettaglio provenienti dalle note al bilancio. Inoltre, con specifico riferimento alle immobilizzazioni tecniche è doveroso sottolineare che non sono presenti informazioni circa i beni in leasing utilizzati dalle imprese, coerentemente con le modalità di iscrizione in bilancio stabilite dai principi OIC, limitando dunque le conclusioni che possono essere effettuate circa la disponibilità di beni strumentali per lo sviluppo del processo produttivo.

3.1.1. Composizione e rilevanza nell'attivo patrimoniale

Il primo profilo esaminato concerne l'importo delle immobilizzazioni tecniche iscritto nell'attivo dello Stato Patrimoniale (Tabella 3.1). Esaminando la totalità delle imprese (N= 37.810), si verifica che le immobilizzazioni tecniche rappresentano circa il 30% delle attività patrimoniali, presentando una lieve diminuzione della loro incidenza lungo il triennio considerato. Nonostante tale diminuzione del loro peso percentuale rispetto al capitale investito, se si analizza l'importo complessivo delle immobilizzazioni tecniche di tutte le imprese si verifica un incremento nel triennio, anche a livello mediano, come meglio evidenziato dalle variazioni che saranno presentate successivamente.

Tabella 3.1 – Incidenza delle immobilizzazioni tecniche

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Totale	518.819.209	507.038.085	497.394.831
Mediana	2.769	2.660	2.549
% Attivo	27,16%	27,80%	29,48%

Occorre sottolineare che nella totalità del campione esistono 415 imprese che non hanno iscritto immobilizzazioni tecniche in tutto il triennio considerato. Si è deciso pertanto di escludere tali imprese dal prosieguo dell'analisi e tutte le tabelle di seguito presentate saranno costruite analizzando un campione di 37.395 imprese.
Scomponendo le immobilizzazioni tecniche nelle due macroclassi - immateriali e materiali - si evidenzia il peso decisamente superiore delle immobilizzazioni materiali, sia in termini di importo complessivo sia per quanto riguarda l'incidenza sul totale attivo. Tale situazione corrisponde alle aspettative, considerando che la dotazione materiale comporta investimenti di importo considerevole e costituisce elemento fondamentale per lo svolgimento del processo produttivo.

Tabella 3.2 – Incidenza delle immobilizzazioni immateriali

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Totale	116.449.348	114.207.332	114.679.387
Mediana	104	100	94
% Attivo	6,19%	6,36%	6,90%

Tabella 3.3 – Incidenza delle immobilizzazioni materiali

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Totale	402.369.861	392.830.752	382.715.444
Mediana	2.007	1.936	1.841
% Attivo	21,39%	21,87%	23,04%

In via preliminare, si possono poi osservare i tassi di variazione delle diverse macroclassi di immobilizzazioni (Tabella 3.4) verificando che i loro importi aumentano nel corso del triennio, con eccezione per le immobilizzazioni immateriali che diminuiscono complessivamente tra il 2021 e il 2022.

Tabella 3.4 – Tasso di variazione delle immobilizzazioni

euro/000	**2023-2022**		**2022-2021**	
	Importo variazione	**Var. %**	**Importo variazione**	**Var. %**
Totale immobilizzazioni tecniche	11.781.124	2,32%	9.643.254	1,94%
Totale immobilizzazioni immateriali	2.242.015	1,96%	-472.055	-0,41%
Totale immobilizzazioni materiali	9.539.109	2,43%	10.115.309	2,64%

Il dato qui presentato può essere confrontato con la variazione che subisce il capitale investito nello stesso periodo (+4,72% nel biennio 2023-2022 e +8,16% nel biennio 2022-2021) verificando che l'incremento del capitale investito è principalmente attribuibile alla variazione del circolante e delle immobilizzazioni finanziarie, soprattutto nel biennio 2022-2021, anziché delle immobilizzazioni tecniche.

3.1.2. Le immobilizzazioni immateriali

Con lo scopo di meglio comprendere le scelte di investimento delle imprese italiane, risulta di interesse esaminare la composizione di dettaglio delle tipologie di immobilizzazioni immateriali iscritte a bilancio (Tabella 3.5).

Tabella 3.5 – Composizione delle immobilizzazioni immateriali e loro incidenza

euro/000		2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
Costi di impianto e di ampliamento	Totale	642.542	0,03%	618.057	0,03%	628.476	0,04%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	6.522		7.054		7.501	
	% imprese	17,44%		18,86%		20,06%	
Costi di sviluppo	Totale	3.025.273	0,16%	2.918.948	0,16%	2.907.364	0,18%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	3.739		3.830		3.899	
	% imprese	10,00%		10,24%		10,43%	
Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione di opere dell'ingegno	Totale	6.731.273	0,36%	7.132.901	0,40%	7.442.530	0,45%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	17.334		17.447		17.578	
	% imprese	46,35%		46,66%		47,01%	
Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	Totale	53.270.885	2,83%	55.031.592	3,06%	55.974.321	3,37%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	15.283		15.333		15.305	
	% imprese	40,87%		41,00%		40,93%	
Avviamento	Totale	27.950.039	1,49%	25.661.481	1,43%	25.401.612	1,53%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	6.778		6.734		6.695	
	% imprese	18,13%		18,01%		17,90%	
Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale	5.489.175	0,29%	4.640.731	0,26%	4.740.362	0,29%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	5.952		6.088		5.553	
	% imprese	15,92%		16,28%		14,85%	
Altre immobilizzazioni	Totale	19.162.867	1,02%	18.040.449	1,00%	17.258.772	1,04%
	Mediana	14		13		13	
	N. imprese	24.090		24.296		24.437	
	% imprese	64,42%		64,97%		65,35%	

L'analisi della composizione delle immobilizzazioni immateriali evidenzia che le diverse tipologie non sono uniformemente presenti nei bilanci delle imprese italiane. Nello specifico, osservando l'importo iscritto a bilancio, concessioni, licenze e marchi costituiscono la voce prevalente, seppur in lieve diminuzione nel triennio considerato. Altrettanto rilevante per importo, nonostante siano qui osservati i soli bilanci separati delle imprese, è la voce avviamento che risulta anche in crescita rispetto al 2021. L'avviamento è però iscritto in bilancio da meno del 20% delle imprese del campione, suggerendo quindi che gli importi siano maggiormente concentrati su un numero più limitato di imprese.
Contrariamente alle aspettative iniziali, si nota, inoltre, una notevole presenza della voce residuale "Altre immobilizzazioni" che ha un importo considerevole rispetto alle restanti immobilizzazioni immateriali e che risulta presente in quasi il 65% dei bilanci osservati.[6] Si tratta per l'appunto di una voce residuale, eterogenea perché può includere tipologie di costi differenti e che dovrebbe avere un impatto più limitato.
Con riferimento alla frequenza di iscrizione in bilancio, infine, si possono notare i brevetti che sono presenti in più del 45% dei bilanci delle imprese esaminate, seppur con un importo complessivo più contenuto rispetto ad altre tipologie. Tale elemento potrebbe costituire un buon indizio in termini di capacità di innovazione

[6] Osservando manualmente alcuni bilanci di imprese che presentano un importo considerevole di tale voce nel 2023 si verifica, a titolo esemplificativo, che in diversi casi sono qui iscritte migliorie su beni di terzi.

delle imprese italiane. Le diverse tipologie di immobilizzazioni immateriali, infatti, possono essere ricondotte a specifici comportamenti gestionali. Nello specifico, si vuole qui proporre una suddivisione delle immobilizzazioni immateriali in due classi:

- investimenti tecnologici
- altri investimenti immateriali.

Gli investimenti tecnologici sono costituiti dalle immobilizzazioni immateriali associate ad attività di ricerca, innovazione, sviluppo di nuovi prodotti, segnalando gli investimenti effettuati dalle imprese per lo sviluppo tecnologico dei prodotti/servizi offerti e l'avanzamento del processo produttivo. Sono pertanto ottenuti dalla somma tra i costi di sviluppo capitalizzati e i diritti di brevetto. La classe "altri investimenti immateriali" accoglie invece, le rimanenti tipologie di immobilizzazioni immateriali.

Tabella 3.6 – Le classi componenti le immobilizzazioni immateriali

euro/000		**2023**	**% Immob. Immateriali**	**2022**	**% Immob. Immateriali**	**2021**	**% Immob. Immateriali**
Investimenti tecnologici	Totale	9.756.546	8,38%	10.051.849	8,80%	10.349.894	9,03%
	Mediana	0		0		0	
Altri investimenti immateriali	Totale	106.515.509	91,47%	103.992.310	91,06%	104.003.544	90,69%
	Mediana	69		65		62	

I dati sulla suddivisione tra le due classi di immobilizzazioni immateriali (Tabella 3.6) suggeriscono che gli investimenti tecnologici rappresentano meno del 10% del totale delle immobilizzazioni immateriali delle imprese. In aggiunta, l'importo degli investimenti tecnologici si presenta in lieve diminuzione nel triennio. Da ciò si comprende che per le imprese esaminate gli investimenti connessi all'innovazione e alla ricerca costituiscono una porzione limitata delle immobilizzazioni immateriali iscritte a bilancio.

3.1.3. Le immobilizzazioni materiali

Analogamente a quanto visto per le immobilizzazioni immateriali, si procede alla scomposizione delle tipologie di immobilizzazioni materiali iscritte in bilancio (Tabella 3.7).

Tabella 3.7 – Composizione delle immobilizzazioni materiali e loro incidenza

euro/000		2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
Terreni e fabbricati	Totale	183.716.917	9,77%	183.091.360	10,19%	180.904.480	10,89%
	Mediana	402		385		345	
	N. imprese	24.394		24.243		24.012	
	% imprese	65,23%		64,83%		64,21%	
Impianti e macchinari	Totale	122.994.301	6,54%	120.783.283	6,72%	118.985.185	7,16%
	Mediana	215		196		181	
	N. imprese	31.874		31.833		31.750	
	% imprese	85,24%		85,13%		84,90%	
Attrezzature industriali e commerciali	Totale	20.208.684	1,07%	19.433.660	1,08%	18.172.750	1,09%
	Mediana	34		32		30	
	N. imprese	29.903		29.876		29.848	
	% imprese	79,97%		79,89%		79,82%	
Altri beni	Totale	43.281.587	2,30%	38.776.779	2,16%	39.070.564	2,35%
	Mediana	102		96		91	
	N. imprese	34.779		34.755		34.696	
	% imprese	93,00%		92,94%		92,78%	
Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale	30.359.343	1,61%	29.995.081	1,67%	25.053.939	1,51%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	13.513		14.379		13.479	
	% imprese	36,14%		38,45%		36,04%	

La presenza delle diverse tipologie di immobilizzazioni materiali è più omogenea rispetto a quanto evidenziato dalle immateriali, considerato che quasi tutte sono presenti in oltre il 65% dei bilanci considerati. Osservando gli importi, come è ragionevole supporre, si nota che gli investimenti più rilevanti, anche in termini mediani, sono attribuibili alle voci "Terreni e fabbricati" e "Impianti e macchinari". Si tratta infatti della tipologia di investimenti più importanti e che contribuiscono a conferire rigidità alla struttura degli investimenti caratterizzandone il processo produttivo su un orizzonte temporale di lungo termine. In modo meno evidente rispetto a quanto visto per le immobilizzazioni immateriali, si nota anche in tal caso la frequente presenza della voce residuale "Altri beni" (presente in oltre il 90% dei bilanci), anche se in tale contesto l'importo è più contenuto.[7]

Gli importi evidenziati suggeriscono, anche in tal caso, la possibilità di aggregare le diverse tipologie in due classi distinte, al fine di evidenziare la diversa natura degli investimenti materiali effettuati:

- patrimonio immobiliare
- patrimonio tecnico.

La prima classe, patrimonio immobiliare, è rappresentata dalla voce Terreni e fabbricati, mentre le restanti immobilizzazioni materiali sono aggregate nella classe patrimonio tecnico.

[7] A scopo esemplificativo, sono stati osservati manualmente i bilanci di alcune imprese che presentano nel 2023 gli importi più considerevoli di tale voce all'interno del campione e si è riscontrato che si tratta in diversi casi di imprese che effettuano attività di leasing e iscrivono tra gli altri beni apparecchiature informatiche o i beni concessi a noleggio.

Tabella 3.8 – Le classi componenti le immobilizzazioni materiali

euro/000		2023	% Immob Materiali	2022	% Immob Materiali	2021	% Immob Materiali
Patrimonio immobiliare	Totale	183.716.917	45,66%	183.091.360	46,61%	180.904.480	47,27%
	Mediana	402		385		345	
Patrimonio tecnico	Totale	216.843.915	53,89%	208.988.802	53,20%	201.282.438	52,59%
	Mediana	739		698		652	

La suddivisione qui proposta permette di porre in evidenza la diversa struttura degli investimenti volendo distinguere la dotazione strumentale a disposizione delle imprese rispetto a meri investimenti di natura immobiliare, anche se funzionali allo svolgimento del processo produttivo. I dati suggeriscono che vi sia una distribuzione piuttosto equa tra le due categorie, con la maggioranza delle immobilizzazioni determinate da investimenti tecnici, anche se le aspettative vorrebbero una più netta prevalenza di questi ultimi. Le imprese italiane, quindi, sembrano evidenziare una tendenza verso gli investimenti di natura immobiliare anche nel contesto dell'attività d'impresa a discapito di investimenti di natura tecnica che dovrebbero incentivare l'innovazione del processo produttivo e/o del prodotto offerto.

3.2. La valutazione delle immobilizzazioni

Dopo la panoramica sulle diverse tipologie di immobilizzazioni presenti nei bilanci, si vuole ora procedere all'esame delle politiche di valutazione adottate dalle imprese italiane con riferimento agli ammortamenti, le svalutazioni e le rivalutazioni.

3.2.1. Le politiche di ammortamento

Con riferimento ai costi per ammortamenti, i bilanci mostrano una prevalenza dei costi per ammortamenti delle immobilizzazioni materiali, coerentemente con la struttura degli investimenti presentata nel precedente paragrafo. Tali costi costituiscono comunque una percentuale piuttosto limitata del valore della produzione del periodo, facendo emergere che non si tratta di voci di costi particolarmente gravose per i bilanci delle imprese[8]. Il trend risulta poi in crescita, in modo coerente con le variazioni in aumento delle immobilizzazioni che sono state esaminate in precedenza

Tabella 3.9 – Incidenza dei costi per ammortamento

euro/000		2023	% Valore prod.	2022	% Valore prod.	2021	% Valore prod.
Ammortamenti immobilizzazioni immateriali	Totale	16.717.103	0,88%	15.630.318	0,79%	14.895.925	0,93%
	Mediana	31		28		26	
Ammortamenti immobilizzazioni materiali	Totale	39.718.109	2,09%	37.946.721	1,91%	36.440.170	2,27%
	Mediana	224		208		191	

Pur non essendo possibile verificare il coefficiente di ammortamento medio utilizzato dalle imprese, è interessante esaminare l'influenza del processo di ammortamento sulla riduzione di valore delle immobilizzazioni tecniche (Tabella 3.10).

[8] Per un approfondimento sulla struttura dei costi operativi delle imprese si veda il successivo capitolo 5.

Tabella 3.10 – Percentuale di ammortamento

		2023	2022	2021
Ammortamenti immobilizzazioni immateriali	% Immobilizzazioni immateriali nette iniziali	18,30%	16,92%	15,89%
Ammortamenti immobilizzazioni materiali	% Immobilizzazioni materiali nette iniziali	10,97%	10,63%	10,58%

In particolare, viene calcolato il rapporto tra la quota di ammortamento del periodo e l'importo complessivo delle immobilizzazioni nette iniziali che escludono le immobilizzazioni in corso e acconti (non soggette ad ammortamento). Si evidenzia una maggior riduzione delle immobilizzazioni immateriali, con percentuali che raggiungono il 18% nel 2023. Tale risultato può essere spiegato considerando ad esempio la presenza degli oneri pluriennali per i quali sono previsti ammortamenti da concludersi in cinque anni, dunque con una vita utile inferiore. Tra le immobilizzazioni materiali, invece, non sono presenti elementi che hanno vincoli civilistici sulla vita utile e si nota quindi un tasso di diminuzione più basso, anche se in questo caso la percentuale sembra suggerire la presenza di investimenti non recenti da parte delle imprese. Il decremento del 10% definisce infatti una vita residua approssimativa di circa 10 anni, che risulta limitata considerando anche che tale calcolo include gli investimenti immobiliari che hanno vita utile ben più lunga o addirittura non sono soggetti ad ammortamento.
Risulta importante notare che le considerazioni fin qui effettuate in merito ai costi per ammortamento sono però influenzati dalle politiche adottate a livello nazionale per supportare le imprese nel periodo della crisi pandemica. In totale contrapposizione con i principi di bilancio, si è infatti permesso alle imprese di sospendere - anche integralmente - i costi per ammortamento a partire dall'esercizio 2020 e tale opportunità è stata mantenuta fino all'esercizio 2023, dunque influenza tutti i dati qui presentati. La sospensione degli ammortamenti, in caso di conseguimento di utili, ha comportato poi per le imprese la necessità di accantonare il mancato ammortamento a riserva indistribuibile del netto, al fine di evitare che l'azione di sostegno si traducesse in distribuzione di dividendi in favore dei soci.
La sospensione degli ammortamenti poteva essere esercitata sia parzialmente sia per l'intero importo da iscrivere in bilancio. Non è qui possibile esaminare entrambe le prospettive per le quali si rimanda a studi ulteriori (Quagli et al., 2022; Di Fabio et al., 2023), ma è comunque possibile proporre un'analisi delle imprese che hanno sospeso integralmente l'ammortamento verificando, per ciascun anno considerato, quante imprese presentavano la voce ammortamenti pari a zero nonostante al termine dell'esercizio le immobilizzazioni nette iscritte a Stato Patrimoniale fossero maggiori di zero (Tabella 3.11).

Tabella 3.11 – Utilizzo deroga per sospensione ammortamenti[9]

	Sospensione ammortamenti immobilizzazioni immateriali			Sospensione ammortamenti immobilizzazioni materiali		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
N. imprese	1.121	1.349	1.494	770	1.007	1.234
% imprese	3,00%	3,61%	4,00%	2,06%	2,69%	3,30%
di cui in perdita nell'anno	295	422	496	303	416	508
di cui in utile nell'anno	817	919	984	460	587	722
% in perdita nell'anno	26,32%	31,28%	33,20%	39,35%	41,31%	41,17%
% in utile nell'anno	72,88%	68,12%	65,86%	59,74%	58,29%	58,51%

L'analisi permette di evidenziare risultati simili per le due macroclassi di immobilizzazioni. Si nota innanzitutto che le imprese che si sono avvalse della opportunità di sospendere integralmente gli ammortamenti sono circa un migliaio ogni anno, pari al 3% circa del campione esaminato. Tale percentuale risulta ovviamente inferiore ad altri studi che hanno proposto l'esame della sospensione sia parziale sia integrale

[9] Si precisa che la somma tra le imprese in utile e in perdita non coincide con il totale delle imprese che hanno sospeso gli ammortamenti a causa della presenza di alcune imprese che chiudono l'esercizio in pareggio.

dell'ammortamento, ma può essere giudicata considerevole. L'utilizzo della deroga, inoltre, risulta decrescente nel triennio, considerato che le motivazioni legate alla crisi pandemica e i suoi effetti sono indubbiamente venuti meno negli ultimi anni. A tal proposito, è interessante evidenziare che una buona percentuale delle imprese ha utilizzato la deroga in tutti gli anni in cui ciò era permesso (523 imprese per le immobilizzazioni immateriali e 383 imprese per le immobilizzazioni materiali), suggerendo la presenza di un comportamento seriale nel triennio considerato.
Infine, è di interesse l'analisi delle caratteristiche delle imprese che hanno esercitato la deroga, suddividendole in funzione del risultato economico che hanno conseguito nello stesso anno. Si evidenzia qui che la maggior parte delle imprese che hanno sospeso integralmente gli ammortamenti risultano in utile. Più rilevanti le considerazioni in merito alle imprese in perdita perché seppur numericamente inferiori, in termini percentuali si verifica che la percentuale delle imprese in perdita che ha utilizzato la deroga è decisamente superiore alla percentuale delle imprese in perdita nell'intero campione (cfr. cap. 6). Si verifica, infatti, che la percentuale delle imprese in perdita che ha usato la deroga è più del doppio rispetto alla generalità del campione, per raggiungere più del triplo con riferimento all'utilizzo della deroga per le immobilizzazioni materiali. Tale elemento, coerentemente con i risultati degli studi precedenti, suggerisce che la deroga sia stata prevalentemente utilizzata da imprese che si trovavano in condizioni di difficoltà economica, per alleggerire i costi da imputare a Conto Economico, soprattutto per quanto concerne la sospensione degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali. Ciò risulta coerente con la finalità della normativa, trattandosi di una deroga "salvavita" rivolta alle imprese in difficoltà (Quagli, 2021a).

3.2.2. Le svalutazioni

Oltre al sistematico processo di ammortamento, le immobilizzazioni tecniche possono essere oggetto di riduzioni di valore rappresentate dall'iscrizione di una svalutazione. Appare interessante esaminare, innanzitutto, gli importi presenti nei bilanci per svalutazioni delle immobilizzazioni tecniche.[10]

Tabella 3.12 – Incidenza dei costi per svalutazioni

euro/000	2023	% Valore prod.	2022	% Valore prod.	2021	% Valore prod.
Totale	2.746.091	0,14%	2.449.716	0,12%	1.751.716	0,11%
Mediana	0		0		0	

Come è ragionevole supporre i costi per svalutazione delle immobilizzazioni rappresentano una percentuale moderata del valore della produzione del periodo, inferiore all'1%, seppur in crescita durante il triennio considerato.

Tabella 3.13 – Ricorso alla svalutazione

	Svalutazione immobilizzazioni		
	2023	2022	2021
N. imprese	1.035	993	990
% imprese	2,77%	2,66%	2,65%
Con avviamento a inizio anno	332	322	280
In perdita nell'anno	299	275	271
In utile nell'anno	736	718	719
% in perdita nell'anno	28,89%	27,69%	27,37%
% in utile nell'anno	71,11%	72,31%	72,63%
In perdita ma senza svalutazione avrebbero avuto utile	44	28	36

L'esame delle imprese che hanno svalutato le loro immobilizzazioni tecniche evidenzia che le imprese sono meno del 3% del campione esaminato, dunque una percentuale non elevata. Non potendo conoscere la

[10] Si precisa, in proposito, che il dato presente sulla banca dati AIDA è unico per le immobilizzazioni immateriali e materiali.

tipologia di immobilizzazioni che sono state oggetto della svalutazione, è però interessante esaminare che delle imprese che hanno iscritto una svalutazione circa un terzo presentavano la voce avviamento all'inizio del periodo. È probabile quindi supporre che le svalutazioni possano essere riconducibili in buona parte alla posta avviamento, anche se tale conclusione richiederebbe un'analisi manuale di dettaglio.
In modo analogo a quanto visto per gli ammortamenti, è possibile mettere in relazione il riconoscimento della svalutazione con il risultato economico conseguito nel periodo. L'esame di tale relazione costituisce un elemento di particolare interesse perché le svalutazioni potrebbero essere utilizzate per eventuali politiche di bilancio, ad esempio evitando/posticipando il riconoscimento della svalutazione al fine di migliorare i risultati economici, talvolta evitando di concludere il Conto Economico con il riconoscimento di una perdita d'esercizio.
Le imprese che hanno svalutato sono per la maggior parte imprese che hanno chiuso l'esercizio in utile, nonostante la presenza di tale ulteriore costo. In tale contesto è però più utile concentrare l'attenzione sulla proporzione tra imprese in utile e in perdita che hanno svalutato. Si nota, infatti, che la percentuale di imprese che hanno chiuso in perdita riconoscendo una svalutazione è più del doppio della percentuale di imprese in perdita del campione complessivo (cfr. cap. 6) suggerendo dunque che le imprese con *performance* economiche negative contabilizzano più frequentemente svalutazioni delle immobilizzazioni tecniche. In questo caso risulta inoltre possibile verificare il numero delle imprese che hanno conseguito una perdita, ma senza la svalutazione avrebbero ottenuto un risultato economico positivo. Analizzando anche tale dato si può quindi concludere che le svalutazioni sono riconosciute da imprese che si trovano in condizioni economiche sfavorevoli e che anche senza l'aggravio di tale costo avrebbero comunque conseguito una perdita. In tal senso, si ravvisa una logica coerente con il potenziale uso opportunistico del riconoscimento della svalutazione che può essere "favorito" in esercizi che sono molto favorevoli o in esercizi che conducono a risultati economici di per sé già negativi.

3.2.3. Le rivalutazioni

In seguito all'acquisizione, il valore delle immobilizzazioni tecniche può subire incrementi per eventuali rivalutazioni. Sappiamo che nel contesto OIC le rivalutazioni sono ammesse solo in presenza di leggi speciali, non per tener conto di incrementi di valore che derivano da andamento del mercato.[11]
Durante la crisi pandemica, il legislatore ha permesso alle imprese di operare rivalutazioni delle immobilizzazioni tecniche per fornire loro la possibilità di operare un rafforzamento patrimoniale. Tale opzione è stata permessa per gli esercizi 2020 e 2021 ed è stata favorita anche da un trattamento fiscale particolarmente vantaggioso legato al pagamento dell'imposta sostitutiva in misura pari al 3%. Da un punto di vista contabile, la rivalutazione comporta l'iscrizione di un'apposita riserva nel patrimonio netto (voce A.III), non potendosi tradurre in un componente positivo di reddito. Come sarà più approfonditamente esaminato nel capitolo dedicato al patrimonio netto (cap. 6), le imprese hanno ampiamente fatto ricorso alla possibilità di rivalutare, analogamente a quanto dimostrato da studi precedenti (Quagli et al., 2022; Di Fabio et al., 2023). Tali considerazioni si possono ottenere dall'esame della riserva di rivalutazione che viene proposta nella Tabella seguente:

Tabella 3.14 – La riserva di rivalutazione

euro/000	2023	% Immob. nette iniziali	2022	% Immob. nette iniziali	2021	% Immob. nette iniziali
Totale	127.960.479	25,24%	129.884.232	26,11%	131.555.277	27,09%
Mediana	0		0		0	
N. imprese	16.152		16.299		16.396	
% imprese	43,19%		43,59%		43,85%	

[11] Non sono qui menzionate le eventuali rivalutazioni di rispristino, ossia le rivalutazioni che vengono effettuate in seguito a svalutazione al venir meno dei motivi che avevano determinato la necessità di svalutare. Tali rivalutazioni, infatti, devono essere contabilizzate come componenti positivi di reddito ed iscritti nella voce residuale A.5 del Conto Economico, che non può però essere disaggregata per identificare il contributo delle sole rivalutazioni di ripristino.

I dati mostrano la diminuzione della riserva di rivalutazione dopo il 2021, per il venire meno della legge di rivalutazione e forniscono un'indicazione rilevante circa la percentuale del valore delle immobilizzazioni nette inziali cui corrisponde la riserva stessa. Si nota, infatti, che la riserva di rivalutazione rappresenta circa un quarto delle immobilizzazioni nette inziali, valore che possiamo considerare di importo significativo.

3.3. Le politiche di investimento/disinvestimento

Nel precedente paragrafo 3.1.1 sono state fornite prime indicazioni circa il tasso di variazione delle immobilizzazioni tecniche nel corso del triennio. Al fine di sviluppare ulteriormente tale visione dinamica delle logiche di investimento, si approfondiscono ora i movimenti che hanno subito le immobilizzazioni immateriali e materiali, al di fuori di quanto dovuto al processo valutativo e quindi all'influenza di ammortamenti e svalutazioni/rivalutazioni, cercando di identificarne i relativi riflessi gestionali.

3.3.1. Gli investimenti delle imprese

Si analizzano di seguito gli investimenti netti delle imprese, determinati utilizzando la seguente formula:

Investimenti netti = Immobilizzazioni nette finali – Immobilizzazioni nette iniziali + ammortamenti del periodo + svalutazioni del periodo

Per il solo esercizio 2021 la formula è stata modificata sottraendo anche la variazione subita dalla riserva di rivalutazione, considerato che in quell'anno esisteva ancora l'opportunità di rivalutare le immobilizzazioni tecniche, come descritto in precedenza.

Tabella 3.15 – Gli investimenti netti

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Totale (somma algebrica)	70.458.012	65.797.727	66.363.179
Mediana	270	254	275

Gli investimenti netti presentano complessivamente un segno positivo con una mediana pari a circa 270.000 euro; è opportuno ricordare che tale dato costituisce la somma algebrica tra le variazioni che hanno subito le immobilizzazioni tecniche di tutte le imprese incluse nel campione.
Come è ragionevole supporre, il dato si presenta decisamente più elevato per le imprese di grandi dimensioni - sia in termini complessivi sia per valore mediano - rispetto a quanto accade per le imprese di dimensioni inferiori. Le grandi imprese, ovviamente, possono disporre di maggiore capacità di investimento e di sviluppo della dotazione strumentale e i dati dimostrano in effetti un loro maggiore coinvolgimento nelle politiche di investimento. In entrambi i contesti, è altresì interessante notare che gli importi degli investimenti netti risultano crescenti, seppur lievemente, nel triennio considerato.

Tabella 3.16 – Investimenti netti per dimensione

euro/000		**2023**	**2022**	**2021**
Grandi imprese	Totale	47.336.259	43.205.995	44.057.281
	Mediana	1.659	1.461	1.479
Piccole e medie imprese	Totale	23.121.753	22.591.732	22.305.898
	Mediana	191	180	193

3.3.2. Le determinanti delle politiche di investimento

Come si è detto in precedenza, l'aggregato investimenti netti costituisce la somma algebrica delle variazioni subite dalle immobilizzazioni tecniche delle imprese osservate. Si vuole ora giungere ad un livello di analisi più approfondito, suddividendo le imprese che vedono il differenziale investimenti netti con segno positivo ("imprese che investono") e coloro che invece hanno segno negativo ("Imprese che disinvestono").

Tabella 3.17 – Determinanti dell'investimento

euro/000	Imprese che investono			Imprese che disinvestono		
	2023	**2022**	**2021**	**2023**	**2022**	**2021**
N. imprese	33.928	34.101	34.341	2.373	2.279	2.213
% imprese	90,73%	91,19%	91,83%	6,35%	6,09%	5,92%
Totale	76.206.906	70.086.789	70.565.364	-5.748.895	-4.289.062	-4.202.185
Mediana	349	326	330	-100,16	-93,63	-110,18
% Immobilizzazioni nette iniziali	15,03%	14,09%	14,53%	-1,13%	-0,86%	-0,87%
In perdita nell'anno	3.932	4.018	4.078	494	468	398
In utile nell'anno	29.982	30.067	30.248	1.878	1.810	1.812
% in perdita nell'anno	11,59%	11,78%	11,88%	20,82%	20,54%	17,98%
% in utile nell'anno	88,37%	88,17%	88,08%	79,14%	79,42%	81,88%
% di liquidità disponibile su totale attivo (anno precedente) - mediana	7,86%	9,47%	9,57%	5,84%	6,53%	6,48%
% di liquidità disponibile su totale attivo (anno precedente) - media	12,56%	14,21%	14,22%	11,36%	12,14%	12,37%

Dalla Tabella 3.17 si evince che la larga maggioranza delle imprese hanno avuto investimenti netti positivi, pari a circa il 90% delle imprese qui osservate[12], potendo dunque affermare che la quasi totalità delle imprese ha visto un incremento delle proprie immobilizzazioni tecniche per effetto di nuovi investimenti. Rapportando l'importo dell'investimento (disinvestimento) alle immobilizzazioni nette inziali si può identificare il tasso di incremento (decremento) che tali voci hanno subito. In proposito, si nota che il tasso di incremento per le imprese che investono si attesta al 15% circa e si presenta in misura nettamente superiore al tasso di decremento di coloro che disinvestono, lasciando intendere che il comportamento espansionistico sia più marcato rispetto alla razionalizzazione operata dalle restanti imprese.
Alla luce di tali considerazioni, si vuole quindi cercare di esaminare quali caratteristiche delle imprese siano prevalentemente associate alle logiche di investimento qui analizzate. Nello specifico, si vede innanzitutto che la maggior parte delle imprese che investono presenta anche risultati economici favorevoli, anche se le percentuali tra imprese in utile e in perdita risultano del tutto allineate a quanto avviene nell'intero campione, suggerendo che il risultato economico non sia elemento significativo per definire un comportamento dell'impresa volto all'ampliamento della dotazione strumentale. Se si osservano le imprese che disinvestono, invece, si verifica una situazione simile a quanto visto in precedenza per ammortamenti e svalutazioni: tra le imprese che disinvestono si vede che la percentuale delle imprese in perdita è superiore alla percentuale di imprese in perdita dell'intero campione, di circa una volta e mezzo. Ciò indica che le scelte di disinvestimento sono più frequenti nell'ipotesi di imprese che hanno situazioni economiche sfavorevoli, coerentemente con una logica di razionalizzazione dei costi.
È poi possibile sviluppare considerazioni ulteriori osservando la dotazione di liquidità a disposizione delle imprese appartenenti ai due diversi gruppi. Nello specifico, si calcola il rapporto tra la liquidità e il capitale investito presenti all'inizio dell'anno in modo da evidenziare la disponibilità di risorse direttamente utilizzabili per l'eventuale acquisto di nuove immobilizzazioni. Pur riconoscendo che per giungere a conclusioni più significative sarebbe necessario procedere con analisi statistiche più approfondite, i dati a disposizione mostrano che le imprese che investono presentano, come è ragionevole supporre, una dotazione di risorse liquide superiore a quanto accade per le imprese che disinvestono, soprattutto osservando i valori mediani che sono più significativi.

3.3.3. Le capitalizzazioni

Nell'ottica delle potenziali operazioni che possono determinare variazioni delle immobilizzazioni tecniche, è necessario dedicare un'analisi specifica al comportamento connesso con le capitalizzazioni di costi. Tale

[12] Si precisa che la somma tra imprese che investono e disinvestono non fornisce il totale delle imprese esaminate (N=37.395) per la presenza, in ciascun anno, di alcune imprese che hanno investimenti netti pari a zero.

fenomeno risulta di particolare interesse poiché costituisce una situazione che potrebbe essere potenzialmente utilizzata per realizzare politiche di bilancio.
Si evidenzia innanzitutto che tale comportamento non è del tutto marginale nelle imprese italiane, verificando che poco più del 10% procede alla capitalizzazione di costi per un importo complessivo che supera nel 2023 i 4 miliardi di euro e che si presenta crescente nel triennio, coerentemente con le variazioni in aumento esaminate in precedenza.

Tabella 3.18 – Capitalizzazioni di costi

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
N. imprese	4.134	4.079	4.085
% imprese	11,05%	10,91%	10,92%
Totale	4.169.026	3.863.179	3.486.337
Mediana	0	0	0
In perdita nell'anno	684	670	677
In utile nell'anno	3.446	3.404	3.404
% in perdita nell'anno	16,55%	16,43%	16,57%
% in utile nell'anno	83,36%	83,45%	83,33%
Senza capitalizzazione avrebbero avuto perdita	818	804	830

La scelta di capitalizzare costi, inoltre, risulta seguita da molte imprese in modo seriale poiché tra le imprese che presentano capitalizzazioni, ben 2.750 imprese capitalizzano in tutti e tre gli anni considerati. Si tratta di una percentuale elevata, pari a circa i 2/3 delle imprese che capitalizzano.
In questa prospettiva, trattandosi di voci che impattano sulla situazione economica delle imprese, risulta di interesse l'esame dei riflessi reddituali, al fine di associare i comportamenti delle imprese con i risultati economici rilevati. In particolare, si evidenzia che la percentuale di imprese in perdita che capitalizzano è leggermente superiore alla percentuale di imprese in perdita nell'intero campione (cfr. cap.6), dimostrando anche in tal caso un maggior ricorso da parte di queste imprese alla capitalizzazione, presumibilmente al fine di rendere meno "negativi" i propri risultati. Tale considerazione è confermata dalla numerosità delle imprese che senza capitalizzazione avrebbero conseguito una perdita (più di 800 per ogni anno) anziché un utile.

3.3.4. Il rendimento degli investimenti

Da ultimo, si procede all'esame del rendimento degli investimenti effettuato in termini di velocità di ritorno del capitale e di marginalità prodotta.

Tabella 3.19 – Tasso di rotazione delle immobilizzazioni

	2023	**2022**	**2021**
Valore della produzione / Totale immobilizzazioni tecniche	3,66	3,92	3,23

Il tasso di rotazione delle immobilizzazioni tecniche è misurato dal confronto con il valore della produzione del periodo. La Tabella suggerisce che nei tre anni considerati, il ritorno in termini di valore della produzione generato dagli investimenti in immobilizzazioni tecniche è stato superiore a 3 volte, talvolta vicino a 4 volte, e può dunque essere considerato un risultato positivo, anche se ovviamente va considerato che l'aggregato immobilizzazioni tecniche sconta la diversa incidenza delle immobilizzazioni immateriali e materiali.

Tabella 3.20 – Marginalità per capitale investito in immobilizzazioni

	2023	**2022**	**2021**
Reddito operativo / Totale immobilizzazioni tecniche	19,83%	18,54%	14,77%

Osservando i dati contenuti nella Tabella 3.20, si evidenzia la marginalità prodotta in termini di reddito operativo per ogni euro investito in immobilizzazioni tecniche. In questo caso, si assiste ad un andamento

crescente nel triennio considerato che porta la marginalità prodotta a raggiungere circa il 20% del capitale investito in immobilizzazioni tecniche.

3.4. Riflessioni di sintesi

L'analisi degli investimenti in immobilizzazioni tecniche delle imprese italiane ha permesso di porre in evidenza alcuni comportamenti comuni. Si nota, innanzitutto, che tali poste costituiscono circa il 30% del capitale investito delle imprese italiane, con una predominanza delle immobilizzazioni materiali. Si ravvisa poi una diversa frequenza nella tipologia di immobilizzazioni che sono iscritte a bilancio, soprattutto per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali. Tali tipologie di immobilizzazioni, infatti, sono maggiormente specifiche in funzione del tipo di attività svolta, considerando che per esempio non tutte le tipologie di *business* possono comportare la necessità di disporre di brevetti o di concessioni (ISTAT, 2021).
Le peculiarità dell'analisi condotta con riferimento alle immobilizzazioni tecniche sono poi dovute alle modalità di valutazione di tali poste. Si evidenzia, infatti, che il riconoscimento di ammortamenti e svalutazioni viene associato a specifiche condizioni reddituali delle imprese, suggerendo un potenziale uso opportunistico. Ad esempio, si è visto che le svalutazioni sono prevalentemente associate ad imprese con andamenti economici molto negativi o molto positivi, suggerendo che le imprese con utili o perdite limitate siano più propense ad evitare la svalutazione per non aggravare o controvertire il segno del risultato economico.
Per ciò che concerne le politiche di investimento, si vede che le imprese italiane per la maggior parte hanno incrementato la loro dotazione di immobilizzazioni, anche se un'analisi più approfondita potrebbe evidenziare quali tipologie di immobilizzazioni sono state destinatarie di tali investimenti. Anche in questo caso, si ravvisa che le imprese che hanno disinvestito sono caratterizzate da peggiori *performance* economiche e da minori disponibilità iniziali di liquidità rispetto a quanto avviene per le imprese che investono in immobilizzazioni.

4. LE PARTECIPAZIONI, I RAPPORTI INFRAGRUPPO E LA PROPRIETÀ

Costanza Di Fabio

4.1. La panoramica sulle partecipazioni detenute dalle società di capitali italiane

La variazione del capitale investito dalle 37.810 imprese studiate nel 2023 è spiegata per quasi un terzo dall'investimento in partecipazioni. Questo capitolo affronta il tema della loro incidenza in bilancio, in prospettiva statica e dinamica sul triennio, per coglierne l'impatto sul capitale investito e sul Conto economico. In chiave gestionale, da un lato si approfondisce l'investimento in partecipazioni alla luce delle operazioni di acquisto e vendita per tratteggiare alcune caratteristiche del processo di crescita esterna delle imprese analizzate. Dall'altro, si esaminano i rapporti infragruppo presentando una stima della parte dei ricavi e dei costi delle imprese del campione riconducibile alle transazioni *intercompany.* Infine, ci si focalizza sul livello apicale del controllo per fornire un quadro delle principali caratteristiche della proprietà, quali la tipologia di soggetto controllante, la sua localizzazione e l'indipendenza delle imprese controllate.
L'analisi sull'incidenza in bilancio presenta l'incidenza delle partecipazioni sul capitale investito e fornisce alcuni dati sulle tendenze del triennio, distinguendo tra partecipazioni immobilizzate e partecipazioni circolanti (par. 4.1.1). L'impatto delle partecipazioni sul Conto economico è esaminato considerando l'incidenza di proventi da partecipazioni, rivalutazioni e svalutazioni delle partecipazioni sul valore della produzione e l'evoluzione di queste poste nell'arco temporale considerato (par. 4.1.2) distinguendo tra le imprese caratterizzate da più dell'80% del capitale investito in partecipazioni e le altre imprese. Questa distinzione permette di rappresentare distintamente l'impatto a Conto economico per le imprese che, pur non essendo formalmente qualificate come holding dal codice ATECO, possono essere considerate tali nella sostanza e le imprese caratterizzate da un'attività caratteristica prettamente operativa.

4.1.1. Le partecipazioni nello Stato patrimoniale

Nel 2023 circa il 65% del campione (24.644 imprese) presenta partecipazioni per un totale di più di 211 miliardi di euro nell'attivo patrimoniale (Tabella 4.1). Il numero di imprese detentrici di partecipazioni è peraltro in lieve crescita sul triennio (Tabella 4.2). Le partecipazioni rappresentano sui tre anni tra il 12,94% (dato 2022) e il 13,5% (dato 2021) del totale del capitale investito; questa incidenza presenta un tasso di crescita particolarmente rilevante tra 2022 e 2023 (+10,06%)[13].

Tabella 4.1 – Incidenza delle partecipazioni sul capitale investito delle imprese con partecipazioni

euro/000	2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
Totale	211.419.887	13,40%	192.099.330	12,94%	185.399.375	13,50%
Mediana	2,68	0,02%	2,60	0,02%	2,39	0,02%
N. imprese	24.644		24.632		24.469	

Tabella 4.2 – Tassi di variazione delle partecipazioni nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Totale	10,06%	3,61%
Mediana	3,06%	8,90%
N. imprese	0,05%	0,67%

[13] Il dato dell'incidenza qui presentato risulta significativamente più alto di quello riportato dallo studio di Mediobanca, Unioncamere e Centro Studi delle Camere di Commercio G. Tagliacarne (Mediobanca, 2024). A questo proposito, si segnala che quello studio differisce per obiettivi e profili metodologici dall'indagine qui presentata. Anzitutto, esso è focalizzato sulle sole medie imprese italiane ed è stato condotto sui bilanci consolidati tutte le volte che erano disponibili, con l'effetto che le partecipazioni in società rientranti nel perimetro di consolidamento non sono state presentate come tali nelle tavole di sintesi. Inoltre, esclude le società controllate dai gruppi italiani di maggiori dimensioni e le imprese con proprietà riconducibile a soggetti stranieri.

Le partecipazioni immobilizzate incidono dal 12,72% (incidenza minima - dato 2022) al 13,23% (incidenza massima – dato 2021) sull'attivo patrimoniale nel triennio (Tabella 4.3). La prevalenza di partecipazioni immobilizzate non sorprende alla luce del fatto che il modello di business delle imprese italiane analizzate è prevalentemente orientato ad attività core diverse da quella finanziaria e le attività di trading sulle partecipazioni rivestono quindi un peso marginale.
Il peso delle partecipazioni circolanti sul capitale investito non risulta infatti mai superiore allo 0,28% (dato 2021) e, in termini dinamici, la tendenza nel triennio è decrescente (Tabella 4.4), con una decrescita più significativa tra 2021 e 2022 (-16,22%) e più contenuta tra 2022 e 2023 (-3,90%).

Tabella 4.3 - Incidenza delle macro-classi delle partecipazioni sul capitale investito delle imprese con partecipazioni

euro/000	2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
Immobilizzate	208.358.220	13,20%	188.913.380	12,72%	181.596.569	13,23%
Circolanti	3.061.666	0,19%	3.185.949	0,21%	3.802.807	0,28%
Totale partecipazioni	**211.419.887**	**13,40%**	**192.099.330**	**12,94%**	**185.399.375**	**13,50%**

Tabella 4.4 – Tassi di variazione delle macro-classi delle partecipazioni nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Immobilizzate	10,29%	4,03%
Circolanti	-3,90%	-16,22%
Totale partecipazioni	**10,06%**	**3,61%**

La distinzione per dimensione

Il quadro complessivo può essere analizzato più in dettaglio sulla base della dimensione delle imprese che detengono partecipazioni, considerando che la soglia dimensionale qui adottata (Ricavi delle vendite e delle prestazioni pari a 50 milioni) è proprio una di quelle il cui superamento contribuisce a discriminare tra imprese sopra e sottosoglia ai fini della redazione del consolidato. Il totale delle partecipazioni non diverge significativamente tra il sottocampione delle grandi imprese e quello delle PMI (Tabella 4.5). Tuttavia, il dato mediano segnala una differenza in termini di tendenza. Sul triennio, questo dato per le grandi imprese è sempre almeno 110 volte quello osservato per le PMI. Ad esempio, nel 2023 risultavano detentrici di partecipazioni 5.218 grandi imprese (5.092 nel 2022 e 4.290 nel 2021) con importo mediano pari a 130,25 migliaia di euro e 19.426 PMI (19.540 nel 2022 e 20.179 nel 2021) con importo mediano pari a 1,2 migliaia. Guardando alla dinamica (Tabella 4.6), tra 2021 e 2022 l'importo delle partecipazioni iscritte nell'attivo patrimoniale diminuisce per entrambi i sottocampioni, mentre tra 2022 e 2023 la decrescita prosegue solo per le PMI, mentre le grandi imprese registrano una crescita delle partecipazioni del 17,82% dal 2022.

Tabella 4.5 - Incidenza delle macro-classi delle partecipazioni sul capitale investito per dimensione

euro/000		2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
Grandi imprese							
Immobilizzate	Totale	110.218.439	10,90%	93.281.593	10,10%	86.819.029	10,74%
	Mediana	120,18		101,21		114,88	
Circolanti	Totale	1.049.103	0,10%	1.113.826	0,12%	2.420.892	0,30%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
Tot. partecipazioni	**Totale**	**111.267.541**	**11,01%**	**94.395.419**	**10,22%**	**89.239.922**	**11,04%**
	Mediana	**130,25**		**110,55**		**127,83**	
PMI							
Immobilizzate	Totale	98.139.782	17,30%	95.631.788	17,04%	94.777.540	16,78%
	Mediana	0,99		1,00		1,00	
Circolanti	Totale	2.012.563	0,35%	2.072.123	0,37%	1.381.914	0,24%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
Tot. partecipazioni	**Totale**	**100.152.345**	**17,65%**	**97.703.911**	**17,41%**	**96.159.454**	**17,03%**
	Mediana	**1,20**		**1,23**		**1,24**	

Tabella 4.6 – Tassi di variazione delle macro-classi delle partecipazioni nel triennio per dimensione

Var.%		2023/2022	2022/2021
Grandi imprese			
Immobilizzate	Totale	18,16%	7,44%
	Mediana	18,74%	-11,90%
Circolanti	Totale	-5,81%	-53,99%
	Mediana	0,00%	0,00%
Tot. partecipazioni	**Totale**	**17,87%**	**5,78%**
	Mediana	**17,82%**	**-13,52%**
PMI			
Immobilizzate	Totale	2,62%	0,90%
	Mediana	-0,70%	0,00%
Circolanti	Totale	-2,87%	49,95%
	Mediana	0,00%	0,00%
Tot. partecipazioni	**Totale**	**2,51%**	**1,61%**
	Mediana	**-2,64%**	**-0,92%**

L'analisi per destinazione e rapporto partecipativo

Esaminando le sole imprese che detengono partecipazioni immobilizzate (nel 2023 il 63,12% del campione), si nota che 10.977 imprese (il 29% del campione) presentano nel 2023 partecipazioni in controllate (Tabella 4.7), cioè in società sulle quali l'impresa esercita il controllo di diritto (tramite la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea), il controllo di fatto (tramite voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante in assemblea ordinaria), o il controllo basato su specifiche ipotesi di influenza dominante legata a particolari vincoli contrattuali[14]. Numerosità allineate a quella del 2023 caratterizzano il biennio precedente.
Questo dato suggerisce la significativa presenza di gruppi societari nel campione. Il dato, tuttavia, va considerato con cautela in quanto tiene conto anche delle imprese a loro volta controllate da altre imprese del campione. Si precisa che, 3.721 imprese redigono il bilancio consolidato (poco meno del 10% del campione). Quindi almeno 7.256 imprese, date dalla differenza tra le imprese che detengono partecipazioni in controllate e le imprese che redigono il consolidato, contemporaneamente (i) controllano altre imprese, (ii) non redigono il bilancio consolidato grazie a una delle esenzioni previste e (iii) risultano capogruppo in un gruppo di livello intermedio, potenzialmente incluso nell'area di consolidamento di una delle 3.721 imprese che redigono il consolidato. Sulla base dei dati disponibili non è comunque possibile individuare il numero di gruppi di più alto livello presenti nel campione.

Tabella 4.7 – Le imprese che detengono partecipazioni immobilizzate

N. imprese	2023	2022	2021
Controllate	10.977	10.871	10.696
Collegate	5.474	5.479	5.539
Controllanti	158	155	160
Controllate da controllanti	552	531	491
Altre imprese	18.375	18.401	18.357
Partecipazioni immobilizzate	**23.866**	**23.836**	**23.657**

[14] L'art. 2359 del Codice civile al n. 1 definisce il controllo di diritto e al n. 2 il controllo di fatto. L'art 26 del D.lgs. 127/1991 prevede due ulteriori fattispecie dell'influenza dominante sulla controllata derivante dalle clausole contrattuali o statutarie e del controllo dei diritti di voto basato su accordi. In particolare, il comma 2 menziona il controllo che l'impresa esercita quando "ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole" oppure quando "in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto".

Sul triennio risulta prevalente l'investimento in controllate, che rappresentano almeno l'11,31% del capitale investito - dato 2022 - e al massimo l'11,73% - dato 2023 (Tabella 4.8). Le evidenze sono in linea con le caratteristiche che qualificano il rapporto tra impresa e le controllate, di per sé stabile e in linea con un investimento durevole. L'importo delle partecipazioni in controllate cresce del 4,79% tra 2021 e 2022 e del 10,29% tra 2022 e 2023 (Tabella 4.9).

Tabella 4.8 – Incidenza delle partecipazioni immobilizzate sul capitale investito

euro/000	2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
Controllate	183.125.915	11,73%	165.910.892	11,31%	158.330.764	11,66%
Collegate	15.744.902	1,01%	14.367.054	0,98%	14.506.316	1,07%
Controllanti	546.486	0,04%	289.364	0,02%	451.780	0,03%
Controllate da controllanti	2.583.295	0,17%	2.180.207	0,15%	2.198.337	0,16%
Altre imprese	6.357.623	0,41%	6.165.863	0,42%	6.109.372	0,45%
Partecipazioni immobilizzate	**208.358.220**	**13,35%**	**188.913.380**	**12,87%**	**181.596.569**	**13,37%**

Nota: l'analisi include le sole imprese con partecipazioni immobilizzate; il capitale investito considerato ai fini del calcolo dell'incidenza è quello che caratterizza queste imprese

Tabella 4.9 – Tassi di variazione delle partecipazioni immobilizzate nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Controllate	10,38%	4,79%
Collegate	9,59%	-0,96%
Controllanti	88,86%	-35,95%
Controllate da controllanti	18,49%	-0,82%
Altre imprese	3,11%	0,92%
Partecipazioni immobilizzate	**10,29%**	**4,03%**

Seconde in termini di incidenza sul capitale investito sono le partecipazioni in collegate, che ne costituiscono circa l'1%. Gli importi presentano una lieve flessione tra 2021 e 2022 (-0,96%) e una decisa crescita tra 2022 e 2023 (+9,59%). Il peso sul capitale investito risulta nuovamente in linea con il rapporto a connotazione stabile tra impresa e partecipata. Infatti, affinché si configuri la fattispecie del collegamento, la prima deve essere in grado di esercitare sulla seconda un'influenza notevole[15].

Di entità quasi trascurabile è l'investimento nelle partecipazioni in controllanti e in imprese sottoposte al controllo di queste; nuovamente, queste evidenze sono in linea con la natura del rapporto partecipativo. Meno scontata è la presenza tra le immobilizzazioni delle partecipazioni in altre imprese. Queste partecipazioni interessano più di 18.000 imprese (Tavola 4.10). La limitata influenza della partecipante sulla gestione della partecipata rende poco coerente l'inquadramento di queste partecipazioni come immobilizzazioni e renderebbe più naturale trovarle collocate nell'attivo circolante. La classificazione come immobilizzate può essere spiegata da processi di acquisizione graduale di imprese sulle quali si intende stabilire almeno un'influenza notevole nel medio periodo. Questa spiegazione è coerente con la limitata incidenza sul capitale investito di questa tipologia di partecipazioni immobilizzate (0,41% nel 2023, 0,42% nel 2022, 0,45% nel 2021).

Esaminando le sole imprese che detengono partecipazioni circolanti, nel 2023 queste costituiscono il 5,29% del campione (Tabella 4.10). La tipologia più frequente è prevedibilmente quella in altre imprese. Nel 2023, delle 2.002 imprese con partecipazioni circolanti, 1.767 presentano partecipazioni in altre imprese. La frequenza delle partecipazioni circolanti in altre imprese è coerente con l'entità della percentuale partecipativa, sintomatico del fatto che la partecipante non intende esercitare un'influenza (almeno) notevole sulla governance delle partecipate e che, quindi, le partecipazioni rappresentano un elemento di diversificazione degli impieghi a breve della liquidità. Le partecipazioni circolanti in controllate e collegate

[15] Questa capacità viene presunta, in caso di una partecipata non quotata, se l'impresa detiene almeno il 20% dei voti e, in caso di una partecipata quotata, se l'impresa detiene almeno il 10% di voti. Casi di influenza notevole si verificano anche se l'impresa ha un peso per la gestione della partecipata che gli altri soci, controllanti inclusi, devono tenere in considerazione.

sono decisamente poco frequenti: solo 167 imprese detengono partecipazioni in controllate e 110 detengono partecipazioni in collegate nel 2023. Alla luce del rapporto 'stabile' tra l'impresa e le controllate/collegate, questi dati suggeriscono che la presenza di partecipazioni circolanti in controllate/collegate deriva dalla riclassificazione di partecipazioni immobilizzate quando l'impresa decide di dismettere partecipazioni non più strategiche o non più soddisfacenti in termini di performance conseguite e/o di semplificare la struttura del gruppo.

Tabella 4.10 – Le imprese che detengono partecipazioni circolanti

N. imprese	**2023**	**2022**	**2021**
Controllate	167	156	166
Collegate	110	117	138
Controllanti	17	23	21
Controllate da controllanti	12	13	15
Altre imprese	1.767	1.784	1.834
Partecipazioni circolanti	**2.002**	**2.029**	**2.096**

L'importo aggregato delle partecipazioni circolanti in altre imprese è sempre sopra 1,3 miliardi di euro sul triennio (Tabella 4.11) e presenta un'incidenza sul capitale investito tra 0,97% (dato 2022) e 1,13% (dato 2021 e 2023). Letto congiuntamente al numero di imprese che detengono questo tipo di partecipazioni, il dato suggerisce la rilevanza di questa posta.
Nel 2021 le partecipazioni circolanti in controllate presentano un'incidenza sul capitale investito dell'1,18% e ammontano a 1,365 miliardi. Sia l'incidenza sia l'importo decrescono sul triennio e risultano, rispettivamente pari a 0,80% e 958,9 milioni nel 2023, verosimilmente come risultato delle dismissioni di partecipazioni immobilizzate non più strategiche o non più soddisfacenti in termini di performance.

Tabella 4.11 – Incidenza delle partecipazioni circolanti sul capitale investito

euro/000	**2023**	**% Attivo**	**2022**	**% Attivo**	**2021**	**% Attivo**
Controllate	958.911	0,80%	1.090.125	0,81%	1.365.566	1,18%
Collegate	65.554	0,05%	57.997	0,04%	93.005	0,08%
Controllanti	292.094	0,24%	231.993	0,17%	61.412	0,05%
Controllate da controllanti	393.707	0,33%	498.210	0,37%	979.950	0,85%
Altre imprese	1.351.400	1,13%	1.307.624	0,97%	1.302.874	1,13%
Partecipazioni circolanti	**3.061.666**	**2,56%**	**3.185.949**	**2,36%**	**3.802.807**	**3,30%**

Nota: l'analisi include le sole imprese con partecipazioni circolanti; il capitale investito considerato ai fini del calcolo dell'incidenza è quello che caratterizza queste imprese

Tabella 4.12 – Tassi di variazione delle partecipazioni circolanti nel triennio

Var. %	**2023/2022**	**2022/2021**
Controllate	-12,04%	-20,17%
Collegate	13,03%	-37,64%
Controllanti	25,91%	277,77%
Controllate da controllanti	-20,98%	-49,16%
Altre imprese	3,35%	0,36%
Partecipazioni circolanti	**-3,90%**	**-16,22%**

Le partecipazioni in imprese sottoposte al controllo della stessa controllante risultano terze in termini di incidenza, sempre sotto l'1% sul capitale investito e in decrescita sul triennio (dallo 0,85% nel 2021 – 980 milioni – allo 0,33% nel 2023 – 394 milioni). La presenza di queste partecipazioni nel circolante segnala processi di ristrutturazione di gruppo e ottimizzazione della catena di controllo.
Confrontando gli importi delle partecipazioni immobilizzate con quelli delle partecipazioni circolanti, si nota che, in linea con le aspettative, le imprese del campione detengono partecipazioni in controllate (nel 2023:

183,1 miliardi immobilizzate e 958,9 milioni circolanti) e collegate (nel 2023: 15,7 miliardi immobilizzate e 65,5 milioni circolanti) principalmente come immobilizzazioni. La Tabella 4.13 mostra i valori della rotazione dell'investimento in imprese controllate e collegate, calcolata rapportando l'importo aggregato delle partecipazioni circolanti a quello delle partecipazioni immobilizzate. I valori dell'indicatore indicano quante volte, nell'esercizio, l'investimento durevole viene riclassificato nel circolante ai fini della dismissione. I valori indicano una rotazione bassissima e suggeriscono quindi che l'investimento in questo tipo di partecipazioni viene effettuato nella prospettiva di un ampliamento stabile a tutti gli effetti delle dimensioni dell'impresa.

Tabella 4.13 – La rotazione delle partecipazioni in controllate e collegate

	2023	**2022**	**2021**
Rotazione delle partecipazioni in collegate	0,005	0,007	0,009
Rotazione delle partecipazioni in controllate	0,004	0,004	0,006

4.1.2 L'impatto delle partecipazioni sul Conto economico

L'impatto delle partecipazioni sul Conto economico è qui definito come *Proventi da partecipazioni* (voce C.15 del Conto economico) + *Rivalutazioni delle partecipazioni* (voce D.18.a del Conto economico) - *Svalutazioni delle partecipazioni* (voce D.19.a del Conto economico).
In termini di incidenza sul valore della produzione, l'impatto può variare anche considerevolmente in funzione della rilevanza delle partecipazioni ai fini della generazione del reddito. Nel caso delle holding, la formazione del reddito è principalmente riconducibile ai valori economici che emergono dall'attività di gestione strategica delle partecipazioni, che può comprendere l'indirizzamento, il coordinamento e il finanziamento delle partecipate. I flussi generati dal core business saranno perciò principalmente i proventi dalle partecipazioni (quali dividendi distribuiti dalle partecipate e plusvalenze dalla cessione delle partecipazioni), le rivalutazioni delle partecipazioni valutate al patrimonio netto e quelle di ripristino, gli eventuali interessi attivi sui prestiti infragruppo. Tra gli elementi rilevanti con segno negativo, vi sono minusvalenze da cessione, svalutazione delle partecipazioni, interessi passivi su finanziamenti accesi per completare acquisizioni. A questi si aggiungono i costi generali e amministrativi di personale, consulenze ed elementi connessi alla gestione delle partecipazioni. Nell'ambito del bilancio civilistico, gli elementi fin qui evidenziati risultano collocati nelle aree C e D del Conto economico, lasciando l'area operativa poco popolata.

L'impatto sul Conto economico delle holding

Ai fini dell'analisi, sono considerate holding quelle imprese caratterizzate da un peso delle partecipazioni sul totale attivo superiore all'80%. Sulla base di questo criterio, nonostante il campione escluda le società formalmente indicate come holding dal codice ATECO[16], nel 2023 sono comunque individuabili 254 società (0,67% del campione) qualificabili come holding[17].
Per queste imprese, l'impatto delle partecipazioni a Conto economico è sempre almeno pari al 23,65% del valore della produzione (dato 2021) e raggiunge nel 2022 il 53,64% del valore della produzione (Tabella 4.14). Nel 40% circa dei casi (44,49% nel 2023, 42,19% nel 2022 e 41,74% nel 2021) l'impatto delle partecipazioni a Conto economico risulta determinante per il conseguimento di un risultato economico positivo. Guardando alle tendenze sul triennio, l'impatto delle partecipazioni nel 2021 è 414 milioni e risulta pari a poco più di un

[16] Gli studi finalizzati a un approfondimento dello scenario economico che sia diretta derivazione dei dati di bilancio non riservano focus specifici al tema delle partecipazioni ma menzionano le 'holding' come società connotate formalmente da un ATECO che indica, come attività caratteristica, quella di gestione delle partecipazioni (codice 642). Lo studio del 2023 di Mediobanca sulle principali aziende italiane mette in evidenza come, sui bilanci 2022 di 3.310 aziende, 66 siano holding (Mediobanca, 2023). Da sommaria ricerca effettuata sulla popolazione delle società di capitali italiane, le società non quotate caratterizzate dal suddetto ATECO sono 32.565 (12.619 hanno sede legale in Lombardia e 3.597 in Veneto) e di queste solo 772 (289 hanno sede legale in Lombardia e 111 in Veneto) redigono il bilancio in forma ordinaria per i tre esercizi consecutivi oggetto dello studio, a testimonianza di quanto il fenomeno della creazione di società formalmente finalizzate alla gestione delle partecipazioni sia significativamente diffuso anche tra le imprese di dimensioni minori, che soddisfano i requisiti dimensionali per la redazione del bilancio in una delle due forme semplificate previste dal Codice Civile.
[17] Le holding così individuate sono 254 nel 2023, 256 nel 2022 e 242 nel 2021.

settimo dell'impatto registrato nel 2023 (più di 3 miliardi). Un impatto così contenuto sul Conto economico 2021 è spiegato dalle consistenti svalutazioni delle partecipazioni, verosimilmente emerse come effetto delle dinamiche reddituali negative che hanno colpito le partecipate nel periodo pandemico (Tabella 4.15).

Tabella 4.14 – Impatto a Conto economico e incidenza sul valore della produzione nelle holding

euro/000		**2023**	**% Valore prod.**	**2022**	**% Valore prod.**	**2021**	**% Valore prod.**
Impatto a Conto economico	Totale	3.111.201	24,38%	1.588.699	53,64%	413.858	23,65%
	Mediana[18]	592,50		295,47		200,00	
Proventi da partecipazioni	Totale	2.645.213	20,73%	1.791.016	60,47%	1.994.127	113,98%
	Mediana	200,00		63,09		28,50	
Rivalutazioni	Totale	825.669	6,47%	344.341	11,63%	791.720	45,25%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
Svalutazioni	Totale	359.681	2,82%	546.659	18,46%	2.371.989	135,58%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
N. imprese (holding)		254		256		242	

Tabella 4.15 – Tassi di variazione dell'impatto a Conto economico nelle holding nel triennio

Var. %		**2023/2022**	**2022/2021**
Impatto a Conto economico	Totale	95,83%	283,88%
	Mediana	100,53%	47,74%
Proventi da partecipazioni	Totale	47,69%	-10,19%
	Mediana	217,02%	121,34%
Rivalutazioni	Totale	139,78%	-56,51%
	Mediana	0,00%	0,00%
Svalutazioni	Totale	-34,20%	-76,95%
	Mediana	0,00%	0,00%

Esaminando nel dettaglio le componenti dell'impatto, i proventi da partecipazioni comprendono gli importi dei dividendi dalle partecipate e le eventuali plusvalenze derivanti dalla cessione delle partecipazioni. Per le holding, questi rappresentano il 113,98% del valore della produzione nel 2021, anno in cui evidentemente le attività operative in affiancamento alla gestione delle partecipazioni risentivano dell'impatto della pandemia. Nel biennio successivo il valore dei proventi da partecipazioni varia prima debolmente in negativo (-10,19% dal 2021 al 2022) e vede poi una crescita importante (+47,69% dal 2022 al 2023) per effetto della ripresa delle attività operative. Nel complesso, l'incidenza sul valore della produzione risulta significativamente ridimensionato: dal 113,98% nel 2021 si passa al 20,73% nel 2023, a fronte della rilevante crescita del valore della produzione. I valori mediani sono sempre superiori ai 28,5 migliaia di euro. Nel 2023, questi si alzano fino alle 200 migliaia.

È necessario precisare che i proventi dalle partecipazioni potrebbero non riflettere adeguatamente il ritorno generato, in termini di dividendi, dalle partecipate con una dinamica reddituale positiva. Nell'ambito di questo studio è infatti emersa una scarsa propensione delle società di capitali italiane alla distribuzione dei dividendi (cfr. Capitolo 6). L'importo dei proventi da partecipazioni potrebbe quindi scontare la riluttanza delle partecipate a distribuire i dividendi delle partecipate. Nella prospettiva della partecipante, il valore generato dall'investimento resta quindi sostanzialmente incorporato in quello della partecipazione e non si traduce compiutamente in flussi che alimentano il Conto economico.

L'accrescimento del valore del patrimonio delle partecipate per quanto riguarda le controllate e le collegate dovrebbe comunque trovare una rappresentazione nel Conto economico delle partecipanti tra le rivalutazioni delle partecipazioni se la holding valuta le partecipazioni immobilizzate in queste società con il metodo del patrimonio netto, seguendo le indicazioni dei principi contabili. Tuttavia, i dati a disposizione non consentono di comprendere con precisione quali siano i criteri di valutazione applicati alle partecipazioni.

[18] Mediane calcolate per l'intero sottoinsieme delle holding come sopra definite.

In valore assoluto, gli importi delle rivalutazioni raggiungono il massimo nel 2023 (826 milioni, pari al 6,47% del valore della produzione), e un punto di minimo nel 2022 (344 milioni, pari all'11,63% del valore della produzione). Nel 2021 le rivalutazioni - che ci aspetteremmo decisamente basse proprio alla luce della dinamica reddituale negativa che caratterizza il periodo pandemico – sono di poco inferiori a quelle del 2023. In particolare, ammontano a poco più di 791 milioni, pari al 45,25% del valore della produzione. Il valore mediano pari a zero suggerisce che le rivalutazioni non sono frequenti: le holding che rivalutano le partecipazioni sul triennio non sono mai più di 39 (39 nel 2023 – rivalutazione mediana 5,261 milioni, 35 nel 2022 – rivalutazione mediana 5,261 milioni e 34 nel 2021 – rivalutazione mediana 3,476 milioni). Di queste, 26 sono imprese che presentano la voce D.18.a del Conto economico sempre superiore a zero sul triennio e rivalutano quindi le partecipazioni ogni anno[19].
Le svalutazioni presentano una tendenza decrescente sul triennio. Il calo più marcato è tra 2021 e 2022 (-76,95%). Nel 2021, infatti, le ingenti svalutazioni (2,4 miliardi) riflettono verosimilmente un andamento negativo delle partecipate a causa del contesto pandemico. L'importo delle svalutazioni risulta comparativamente minore nel biennio successivo, alla ripresa dello scenario economico. Si precisa che l'importo delle svalutazioni incorpora tre diverse componenti (non ricostruibili sulla base del dato aggregato tratto):

- svalutazioni che riflettono le perdite registrate dalle controllate e collegate, se le relative partecipazioni sono valutate al patrimonio netto (caso verosimilmente diffuso a ridosso della pandemia);
- svalutazioni che riflettono perdite durevoli di valore (ad esempio, per le partecipate la cui continuità aziendale è stata messa in discussione dalla pandemia) per tutte le partecipazioni immobilizzate valutate al costo;
- svalutazioni delle partecipazioni circolanti nei casi di costo inferiore al valore di presumibile realizzo.

L'impatto sul Conto economico delle società operative

Considerando le società del campione diverse dalle holding[20], l'impatto a Conto economico (Tabelle 4.16 e 4.17) presenta un'incidenza sul valore della produzione decisamente contenuta. L'incidenza passa dallo 0,84% del valore della produzione del 2021, allo 0,65% nel 2022 e arriva ad essere quasi trascurabile nel 2023. La costante riduzione dell'impatto è causata da (i) una dinamica composita che caratterizza l'impatto al numeratore, in crescita del 7,71% tra 2021 e 2022 e in decrescita del 14,32% tra 2022 e 2023 e (ii) una crescita costante del valore della produzione al denominatore.

Tabella 4.16 – Impatto a Conto economico e incidenza sul valore della produzione nelle società operative

euro/000		**2023**	**% Valore prod.**	**2022**	**% Valore prod.**	**2021**	**% Valore prod.**
Impatto a Conto economico	Totale	10.988.670	0,00%	9.611.969	0,65%	10.414.661	0,84%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
Proventi da partecipazioni	Totale	14.241.568	0,96%	13.205.899	0,89%	11.559.724	0,93%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
Rivalutazioni	Totale	2.013.629	0,14%	2.571.966	0,17%	1.915.397	0,15%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
Svalutazioni	Totale	5.266.528	0,36%	6.165.895	0,41%	3.060.460	0,25%
	Mediana	0,00		0,00		0,00	
N. imprese (società operative)		24.390		24.376		24.227	

[19] Poco meno della metà delle holding che rivalutano presentano un risultato ante imposte positivo grazie alla rivalutazione, che quindi determinante ai fini della chiusura in utile (si tratta di 14 casi nel 2023, 13 casi nel 2022 e 14 casi nel 2021).
[20] Si precisa che si tratta delle società diverse dalle holding e detentrici di partecipazioni.

Tabella 4.17 – Tassi di variazione dell'impatto a Conto economico nelle società operative nel triennio

Var. %		**2023/2022**	**2022/2021**
Impatto a Conto economico	Totale	14,32%	-7,71%
	Mediana	0,00%	0,00%
Proventi da partecipazioni	Totale	7,84%	14,24%
	Mediana	0,00%	0,00%
Rivalutazioni	Totale	-21,71%	34,28%
	Mediana	0,00%	0,00%
Svalutazioni	Totale	-14,59%	101,47%
	Mediana	0,00%	0,00%

Guardando alle tre componenti dell'impatto sul Conto economico, sul triennio crescono i proventi delle partecipazioni, in linea con la ripresa economica dopo la pandemia (+14,24% tra 2021 e 2022 e + 7,84% tra 2022 e 2023); l'incidenza sul valore della produzione è sempre di poco inferiore all'1% (al minimo è pari allo 0,89% nel 2022 e, al massimo, raggiunge lo 0,96% nel 2023). L'importo delle rivalutazioni, mai superiore allo 0,14% del valore della produzione, cresce del 34,28% tra 2021 e 2022 e poi decresce del 21,71% tra 2022 e 2023, mostrando una dinamica opposta a quanto evidenziato per le holding. Il fenomeno delle rivalutazioni delle partecipazioni risulta di rilevanza molto limitata fuori dal sottocampione delle holding; nel 2023, ad esempio, ha rivalutato le partecipazioni il 3,7% delle imprese e soltanto nello 0,2% dei casi la rivalutazione emerge come determinante ai fini del conseguimento di un risultato economico positivo.
Anche le svalutazioni incidono limitatamente sul valore della produzione delle società operative. L'incidenza non supera sul triennio lo 0,41% (dato 2022) e tocca il minimo nel 2021 (0,25%). La scarsa incidenza nel 2021 corrisponde peraltro all'importo minimo registrato dalle partecipazioni sul triennio (3 miliardi). Questo dato appare non allineato (i) a quanto rilevato per le holding, che registrano nel 2021 rilevanti svalutazioni, e (ii) all'entità delle svalutazioni negli esercizi 2022 e 2023, decisamente maggiori. A questo proposito, si considera che le imprese per le quali il core business non è la gestione delle partecipazioni potrebbero aver opportunisticamente evitato di svalutare le partecipazioni nel 2021, anno nel quale il Conto economico subiva già un impatto negativo nell'area operativa[21].

4.2. Il profilo gestionale: gli investimenti e l'infragruppo

In questa sezione si adotta una prospettiva gestionale per indagare le logiche di investimento che spiegano le variazioni delle partecipazioni nell'arco del triennio osservato (par. 4.2.1). L'analisi è utile per meglio interpretare i tassi di variazione dell'aggregato delle partecipazioni. Permette infatti di comprendere le dinamiche reali, in termini di acquisti e vendite, che concorrono a determinare la variazione del valore contabile delle partecipazioni, mettendo in evidenza i processi di crescita esterna delle imprese italiane. Si esaminano poi i rapporti commerciali e di finanziamento infragruppo, che emergono per effetto dell'inclusione dell'impresa nel contesto di un gruppo societario (par. 4.2.2).

4.2.1. Gli investimenti in partecipazioni e il ritorno

Le imprese attive nell'investimento in partecipazioni tra 2021 e 2023 risultano poco meno di un terzo del campione; le imprese che hanno acquistato o venduto partecipazioni tra 2021 e 2022 sono infatti 11.826 (31,28% del campione) e quelle che hanno acquistato o venduto tra 2022 e 2023 sono 11.881 (31,42% del campione). L'investimento netto in partecipazioni è qui definito come *Partecipazioni finali*[22] *– Partecipazioni iniziali*[23] *+ Svalutazioni del periodo – Rivalutazioni del periodo*. Questo riporta un segno positivo nel 2022 e nel 2023, segnalando una prevalenza degli importi riconducibili agli acquisti di partecipazioni su quelli

[21] Si segnala che, per l'esercizio 2020 (quindi fuori dell'orizzonte temporale di riferimento di questa analisi), il legislatore aveva previsto la possibilità di non svalutare titoli e partecipazioni iscritti nell'attivo circolante mantenendo una disposizione già approvata nel 2018 per sostenere le imprese dinnanzi alle tensioni sui mercati (D.L. n. 119/2018).
[22] Importo esposto in bilancio a fine esercizio, al netto di eventuali fondi svalutazione.
[23] Importo esposto in bilancio alla fine dell'esercizio precedente, al netto di eventuali fondi svalutazione.

riconducibili alle vendite (Tabella 4.18). Nel 2023 l'investimento netto è 23,22 miliardi; questo importo è pari a 2,5 volte quello registrato nel 2022 (9,24 miliardi), nonostante i valori mediani sulle due annualità siano sostanzialmente allineati (6 migliaia nel 2023, 5,5 migliaia nel 2022).

Tabella 4.18 – Gli investimenti netti in partecipazioni nelle imprese del campione

euro/000	2023	% Var. Attivo	2022	% Var. Attivo
Investimenti netti in partecipazioni	23.215.910	27,00%	9.244.699	6,77%
Mediana	6,00		5,50	

In ragione della prevalenza di attività caratteristiche i cui asset chiave sono immobilizzazioni tecniche, non sorprende che l'investimento netto in partecipazioni sia in valore assoluto pari al 32,95% di quello registrato per le immobilizzazioni tecniche nel 2023 e al 14,05% di quello registrato per le immobilizzazioni tecniche nel 2022 (cfr. Capitolo 3). Complessivamente nel 2023 gli investimenti netti in partecipazioni spiegano comunque una percentuale significativa - il 27% - della variazione del capitale investito. Questo dato, interpretato congiuntamente alla bassissima rotazione delle partecipazioni immobilizzate mostrato in precedenza, suggerisce che le imprese impiegano risorse nell'investimento in partecipazioni al fine di realizzare un ampliamento stabile delle dimensioni dell'impresa, nella prospettiva della crescita per linee esterne.
I dati sulle imprese che redigono consolidato (3.721 imprese) e su quelle che detengono partecipazioni in controllate (7.256 imprese) pur non redigendolo suggeriscono la presenza di un ampliamento dei rapporti partecipativi nell'ambito dei gruppi che si pone come un processo in parte alternativo alla crescita interna. La costituzione di legami partecipativi in alternativa alla crescita interna contribuisce ad interpretare la prevalenza di imprese che non distribuiscono dividendi e rende comprensibile che la partecipante non esiga necessariamente un ritorno monetario del proprio investimento tramite i dividendi. Sempre nella prospettiva di una crescita esterna effettuata con gradualità, tramite iniziale acquisizione di partecipazioni di entità limitata, risulta comprensibile l'importo di partecipazioni immobilizzate in altre imprese messo in evidenza sopra.
Il dato sugli investimenti netti in partecipazioni delle imprese di grandi dimensioni risulta, nel 2023, il doppio di quello riportato dalle PMI e circa 5 volte quello registrato tra fine 2021 e fine 2022 (Tabella 4.19), in linea con le evidenze riportate dalle grandi imprese anche sul fronte degli investimenti in immobilizzazioni tecniche[24].

Tabella 4.19 – Gli investimenti netti in partecipazioni per dimensione

euro/000	2023	2022
Grandi imprese		
Totale	15.736.761	2.968.195
Mediana	22,50	22,78
PMI		
Totale	7.479.148	6.276.504
Mediana	4,53	4,25

Distinguendo tra imprese che presentano un saldo positivo dell'investimento netto in partecipazioni e imprese che presentano un saldo negativo, è possibile individuare:

- le imprese che investono, qui definite come le imprese che presentano un saldo positivo per l'investimento netto in partecipazioni; si tratta del 64,15% delle imprese che nel 2023 hanno operato sulle partecipazioni (7.622 imprese) e del 64,39% delle imprese attive sulle partecipazioni nel 2022 (7.615 imprese);

[24] Dall'approfondimento condotto *ad hoc* sui valori più rilevanti, si segnalano i valori rilevanti di determinate operazioni, come un'acquisizione al fine del consolidamento di un'impresa farmaceutica nel settore delle malattie rare e l'acquisizione di un gruppo attivo nello sviluppo e nella produzione di sistemi di controllo e componentistica per l'irrorazione di precisione da parte di un'impresa attiva nel settore delle soluzioni tecnologiche di precisione e nell'ingegneria.

- le imprese che disinvestono, qui definite come le imprese che presentano quindi un saldo negativo per l'investimento netto in partecipazioni; si tratta del 35,85% delle imprese che nel 2023 hanno operato sulle partecipazioni (4.259 imprese) e del 35,61% delle imprese attive sulle partecipazioni nel 2022 (4.211 imprese).

Con riferimento alle imprese che investono in partecipazioni, nel 2023 queste hanno investito più di 33 miliardi (Tabella 4.20), quindi circa 8 miliardi in più rispetto all'investimento effettuato nel 2022 (25 miliardi). Con riguardo alle imprese che disinvestono, si osserva che, nonostante le mediane degli importi coinvolti siano allineate tra 2022 e 2023, gli aggregati indicano che nelle cessioni di partecipazioni del 2022, pari a 16 miliardi, sono coinvolti circa 6 miliardi in più di partecipazioni cedute rispetto agli importi interessati dalle cessioni del 2023. Queste evidenze chiariscono quanto esposto in precedenza (par. 4.1.1) sulla decrescita delle partecipazioni circolanti, più significativa tra 2021 e 2022 (-16,22%), periodo cui si riferiscono appunto i più alti valori aggregati relativi alle dismissioni. Infatti, a fronte dell'intenzione degli amministratori vendere le partecipazioni, queste debbono essere (ri)classificate come partecipazioni circolanti

Tabella 4.20 – La scomposizione degli investimenti netti in partecipazioni: investimento e disinvestimento

euro/000	2023	2022
Investimenti		
Totale	33.577.679	25.492.829
Mediana	100	88
N. imprese che investono in partecipazioni	7.622	7.615
% imprese che operano sulle partecipazioni	64,15%	64,39%
Disinvestimenti		
Totale	-10.361.770	-16.248.130
Mediana	-75	-72
N. imprese che disinvestono dalle partecipazioni	4.259	4.211
% imprese che operano sulle partecipazioni	35,85%	35,61%

Tabella 4.21 – La scomposizione degli investimenti netti per dimensione

euro/000	2023	2022
Grandi imprese		
Totale Investimenti	21.246.472	12.812.468
Mediana	448,54	330,83
Totale Disinvestimenti	-5.509.710	-9.844.273
Mediana	-298,99	-271,01
PMI		
Totale Investimenti	12.331.208	12.680.361
Mediana	63,51	53,56
Totale Disinvestimenti	-4.852.059	-6.403.857
Mediana	-45,80	-44,72

Il ritorno del capitale investito in partecipazioni risulta particolarmente significativo con riferimento alle holding, in quanto esprime il rendimento di ogni euro investito in partecipazioni in termini di proventi generati dalle stesse, cioè dividendi o plusvalenze sulle cessioni. L'indicatore che lo misura è stato calcolato per le imprese qualificate come holding nell'analisi presentata nel par. 4.1.2 e può essere confrontato ***con*** il valore dell'indicatore ROI del campione (Tabella 4.22). Si presenta qui un valore del ROI 'corretto' e calcolato dividendo il reddito operativo delle imprese del campione (cfr. Capitolo 5) per il totale del capitale investito al netto dell'importo delle partecipazioni.

Tabella 4.22 – Ritorno del capitale investito in partecipazioni

	2023	2022	2021
Ritorno del capitale investito in partecipazioni	5,21%	3,82%	4,33%
ROI 'corretto'	6,07%	5,77%	4,91%

Il ritorno del capitale investito in partecipazioni dalle holding non supera il 5,21% (dato 2023) e risulta in diminuzione tra 2021 e 2022 principalmente a causa della diminuzione dei proventi da partecipazioni registrata dal sottoinsieme delle holding (-10,19% - cfr. Tabella 4.15) e poi un miglioramento tra 2022 e 2023 spiegato dal miglioramento del numeratore (+47,69% - cfr. Tabella 4.15). Confrontando i dati della marginalità delle holding con i valori del ROI 'corretto' riferito alla totalità delle imprese, si nota che il ritorno dell'investimento delle attività operative è superiore; questo andamento trova spiegazione nell'incremento costante del reddito operativo delle imprese del campione sull'intero triennio (+27,76% tra 2021 e 2022, +9,49% tra 2022 e 2023 – cfr. Capitolo 5).
Si ricorda che il ritorno del capitale investito in partecipazioni potrebbe essere sottostimato a causa della scarsa propensione delle società di capitali italiane alla distribuzione dei dividendi (cfr. Capitolo 6). Parte dell'investimento effettuato non si traduce in ritorno tramite dividendi ma in un aumento progressivo del valore del patrimonio della partecipata e resta quindi sostanzialmente 'incorporato' nel valore della partecipazione.

4.2.2. L'infragruppo: i rapporti di finanziamento e le relazioni commerciali

L'approfondimento di entità e tipologia dei rapporti infragruppo verte su tutte le imprese del campione; le poste esaminate sono i crediti e i debiti verso le controllate, le controllanti e le imprese controllate dalle controllanti. Tali poste definiscono infatti il perimetro dei rapporti infragruppo dal punto di vista finanziario. L'analisi presenta quindi una stima di quanta parte del valore lordo generato e del valore consumato dalle imprese del campione (cfr. Capitolo 5) sia riconducibile a scambi diretti da un unico soggetto economico nell'ambito dei rapporti *intercompany*[25].

I crediti infragruppo nel campione

La panoramica sui crediti infragruppo del campione mostra che l'incidenza sul capitale investito è piuttosto stabile sul triennio. Questa tocca un minimo del 7,26% nel 2021 (122,5 miliardi) e un massimo del 7,93% nel 2022 (144,6 miliardi). I crediti infragruppo sono perlopiù appartenenti all'attivo circolante, quindi emersi in seguito a operazioni commerciali (Tabelle 4.23 e 4.24). L'incidenza della parte circolante sul totale attivo del campione si attesta tra il 5,26% (dato 2023) e il 5,76% (dato 2022), mentre l'incidenza della porzione immobilizzata, quindi relativa a operazioni di finanziamento, sul triennio raggiunge al massimo il 2,16% (dato 2022).

Tabella 4.23 – Incidenza dei crediti infragruppo sul capitale investito nelle imprese del campione

euro/000	2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
Immobilizzati	38.427.221	2,01%	39.478.710	2,16%	33.669.070	2,00%
Circolanti	100.423.269	5,26%	105.132.014	5,76%	88.864.125	5,27%
Tot. crediti infragruppo	**138.850.490**	**7,27%**	**144.610.724**	**7,93%**	**122.533.194**	**7,26%**

Tabella 4.24 – Tassi di variazione dei crediti infragruppo nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Immobilizzati	-2,66%	17,26%
Circolanti	-4,48%	18,31%
Tot. crediti infragruppo	**-3,98%**	**18,02%**

[25] Si segnala che quindi i consumi potrebbero risultare sovrastimati o sottostimati.

Considerando i soli crediti immobilizzati è possibile ottenere una rappresentazione dei rapporti di finanziamento infragruppo e dunque dei prestiti concessi dalle controllanti nell'ottica di ottimizzare la gestione della liquidità, per il sostegno operativo delle controllate in situazioni di difficoltà finanziaria o di crescita e per acquisizioni strutturate come *leverage buy out* (Tabella 4.25).

Tabella 4.25 – Incidenza dei crediti infragruppo immobilizzati sui crediti immobilizzati del campione

euro/000	2023	% Crediti immob.	2022	% Crediti immob.	2021	% Crediti immob.
Controllate	23.322.477	48,33%	24.836.255	50,52%	19.183.583	44,99%
Controllanti	9.395.826	19,47%	10.399.573	21,15%	10.383.681	24,35%
Controllate da controllanti	5.708.918	11,83%	4.242.882	8,63%	4.101.805	9,62%
Tot. crediti immob. infragruppo	**38.427.221**	**79,64%**	**39.478.710**	**80,30%**	**33.669.070**	**78,96%**

Tabella 4.26 – Tassi di variazione dei crediti infragruppo immobilizzati nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Controllate	-6,10%	29,47%
Controllanti	-9,65%	0,15%
Controllate da controllanti	34,55%	3,44%
Tot. crediti immobilizzati infragruppo	**-2,66%**	**17,26%**

L'andamento dei crediti immobilizzati infragruppo evidenzia una stabilità elevata della loro incidenza rispetto al totale dei crediti immobilizzati, con incidenza tra il 78,96% e l'80,30%. Nel 2023, i crediti infragruppo ammontano a circa 38,4 miliardi di euro, pari al 79,64% dei crediti immobilizzati totali. Come mostra la Tabella 4.26, risultano in leggero calo rispetto al picco del 2022 (39,5 miliardi - 80,30%), ma comunque superiori al dato del 2021 (33,7 miliardi - 78,96%). Si rileva una netta prevalenza di prestiti alle controllate, che rappresentano oltre il 48% dei crediti immobilizzati nel 2023, per un valore di 23,3 miliardi. Tale incidenza, anche se in lieve calo rispetto al 2022 (50,52%), conferma la centralità dei finanziamenti tra capogruppo e partecipate come rilevante strumento della gestione finanziaria nel gruppo. Questo canale di credito rappresenta un mezzo fondamentale per supportare operativamente le controllate, soprattutto in presenza di assetti proprietari accentrati (come accade nel campione analizzato, si veda più avanti la Tabella 4.36 sul grado di indipendenza delle imprese). I crediti verso controllanti, nel 2023 pari a 9,4 miliardi, mostrano invece un calo progressivo in termini assoluti e relativi; l'incidenza sul totale dei crediti immobilizzati passa dal 24,35% nel 2021 al 21,15% nel 2022, e raggiunge il 19,47% nel 2023. Questa dinamica, letta in combinazione con i dati sui prestiti alle controllate, potrebbe riflettere una riduzione dei finanziamenti dal basso verso l'alto nella catena di controllo. I crediti verso imprese sotto la stessa controllante presentano una crescita costante, passando da 4,1 miliardi (9,62%) nel 2021 a 5,7 miliardi (11,83%) nel 2023. Questo aumento suggerisce un rafforzamento della gestione orizzontale della liquidità tra imprese controllate dalla stessa società.
Guardando alla parte circolante dei crediti infragruppo (nel 2023 il 18,25% dei crediti circolanti), la quota maggiore (6,71%) è riconducibile a crediti verso imprese sotto il controllo della stessa controllante (Tabella 4.27).

Tabella 4.27 – Incidenza dei crediti infragruppo circolanti sui crediti circolanti del campione

euro/000	2023	% Crediti circolanti	2022	% Crediti circolanti	2021	% Crediti circolanti
Controllate	33.523.063	6,09%	33.626.684	6,51%	28.553.441	6,26%
Controllanti	29.983.744	5,45%	30.685.468	5,94%	27.360.372	6,00%
Controllate da controllanti	36.916.462	6,71%	40.819.863	7,90%	32.950.311	7,23%
Tot. crediti circol. infragruppo	**100.423.269**	**18,25%**	**105.132.014**	**20,36%**	**88.864.125**	**19,49%**

Tabella 4.28 – Tassi di variazione dei crediti infragruppo circolanti nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Controllate	-0,31%	17,77%
Controllanti	-2,29%	12,15%
Controllate da controllanti	-9,56%	23,88%
Tot. crediti circolanti infragruppo	-4,48%	18,31%

I tassi di variazione mostrano che la dinamica dei crediti circolanti infragruppo sul triennio è caratterizzata anzitutto da un aumento del 18,31% tra 2021 e 2022 e da una lieve flessione (-4,48%) tra 2022 e 2023 (Tabella 4.28). Rispetto alla variazione dei crediti circolanti presentata nel Capitolo 5 (+13,29% tra 2021 e 2022 e +6,54% tra 2022 e 2023), si evidenzia che il solo infragruppo aumenta, a inizio triennio, complessivamente di più dell'aggregato e successivamente invece diminuisce in controtendenza con l'aumento dell'aggregato.
Considerando la composizione dei crediti infragruppo, tra 2021 e 2022 aumentano tutte le sottoclassi, anche se i crediti verso imprese sottoposte al controllo della stessa controllante mostrano una crescita più marcata (+23,88%). Tra 2022 e 2023 tutte le sottoclassi sono interessate da una tendenza decrescente.

I ricavi da vendite infragruppo nel campione

La stima dei ricavi connessi a vendite infragruppo è stata effettuata sulla base dei crediti circolanti infragruppo. Dal punto di vista metodologico, si segnala che: (i) al fine di non sovrastimare i ricavi derivanti da vendite infragruppo, sono stati considerati i soli crediti infragruppo circolanti a breve; (ii) al fine di convertire la grandezza stock in una grandezza flusso, il calcolo dei ricavi da vendite infragruppo è stato effettuato considerando la durata media dei crediti presentata nel Capitolo 5.
I dati ottenuti indicano che, nel 2023, circa un sesto dei ricavi delle vendite e delle prestazioni rilevati per il campione è attribuibile all'infragruppo; in particolare, i ricavi infragruppo contribuiscono per il 20,86% alla creazione del valore della produzione (Tabella 4.29). Le percentuali sono leggermente più basse per i due anni precedenti (20,46% nel 2022 e 20,43% nel 2021). Seguendo un ordine decrescente, prime in termini di contributo al valore della produzione risultano le transazioni con le imprese sottoposte al controllo delle controllanti, con percentuali di incidenza dal 7,88% del 2021 all'8,24% del 2022. Seconde sono le transazioni con le controllate, le quali presentano sul triennio un'incidenza sul valore della produzione minima del 6,47%, nel 2022 e massima del 6,96% nel 2023. Infine, i ricavi che derivano da transazioni con imprese controllanti incidono per circa il 6% (massimo del 6,02% nel 2021 e minimo del 6,47% nel 2022).
I tassi di variazione (Tabella 4.30) indicano che la dinamica dei ricavi infragruppo segue sostanzialmente quella dei ricavi complessivi. Tra 2021 e 2022 i ricavi sono in crescita (+0,23% per i ricavi complessivi, +1,98% per i ricavi infragruppo) mentre sono in diminuzione tra 2022 e 2023 (-4,36% per i ricavi complessivi, -2,69% per i ricavi infragruppo). Tra 2021 e 2022 i ricavi dalle transazioni con controllate e controllanti aumentano in linea con la dinamica descritta per l'aggregato, mentre quelli dalle transazioni con le imprese sottoposte al controllo della stessa controllante diminuiscono del 3,36%. Tra 2022 e 2023, invece, i ricavi delle transazioni con le imprese controllate e sottoposte al controllo della stessa controllante diminuiscono in linea con la dinamica dell'aggregato, mentre quelli da transazioni con le controllate aumentano del 2,69%.

Tabella 4.29 – Incidenza dei ricavi da vendite infragruppo sul valore della produzione del campione

euro/000	2023	% Valore prod.	2022	% Valore prod.	2021	% Valore prod.
Ricavi - vendite a controllate	133.126.266	6,96%	129.641.630	6,47%	105.626.740	6,53%
Ricavi - vendite a controllanti	113.551.288	5,94%	115.222.989	5,75%	97.432.684	6,02%
Ricavi - vendite a controll. da contr.ti	152.285.589	7,96%	165.130.913	8,24%	127.464.995	7,88%
Totale ricavi da vendite infragruppo	**398.963.143**	**20,86%**	**409.995.532**	**20,46%**	**330.524.420**	**20,43%**
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	**1.832.099.121**	**95,80%**	**1.915.530.449**	**95,58%**	**1.549.289.756**	**95,78%**

Tabella 4.30 – Tassi di variazione dei ricavi da vendite infragruppo nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Ricavi - vendite a controllate	2,69%	7,61%
Ricavi - vendite a controllanti	-1,45%	3,27%
Ricavi - vendite a controllate da controllanti	-7,78%	-3,36%
Totale ricavi da vendite infragruppo	**-2,69%**	**1,98%**
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	**-4,36%**	**0,23%**

I debiti infragruppo nel campione

L'analisi dei debiti infragruppo si concentra sui debiti verso controllanti, controllate e sottoposte al controllo della stessa controllante. Si precisa che gli importi dei debiti verso le controllanti sono sottostimati in quanto non comprendono i debiti di finanziamento verso le socie controllanti. Questi debiti trovano infatti collocazione nella voce D.3 (Debiti verso soci) del Passivo patrimoniale unitamente ai debiti verso altri soci; non sono oggetto dell'analisi in quanto non è possibile scindere la componente di debiti verso le controllanti dagli altri.

I debiti infragruppo spiegano il 23,64% (222 miliardi) del totale dei debiti a fine 2023 (Tabella 4.31) e risultano da una crescita dell'aggregato durante il triennio (+13,31% tra 2021 e 2022, +20,48% tra 2022 e 2023). La crescita risulta determinata da componenti eterogenee. La componente trainante sono i debiti verso le imprese controllanti, che rappresentano ben l'11,93% del totale debiti nel 2023 e crescono significativamente nel triennio. Dal 2021 al 2022, aumentano dell'11,19% e, dal 2022 al 2023, di ben il 46,17% (Tabella 4.32). I debiti verso le controllate, che nel 2023 spiegano il 4,79% del debito complessivo, crescono anch'essi nel triennio ma tra 2022 e 2023 della metà (7,47%) di quanto aumentano tra 2021 e 2022 (13,50%). I debiti verso imprese sottoposte al controllo della stessa controllante, che rappresentano nel 2023 il 6,92% del debito complessivo, crescono solo tra 2021 e 2022 (+15,77%) e risultano invece in lieve flessione tra 2022 e 2023.

Tabella 4.31 – Incidenza dei debiti infragruppo sul totale debiti del campione

euro/000	2023	% Debiti	2022	% Debiti	2021	% Debiti
Controllate	45.109.901	4,79%	41.974.339	4,60%	36.981.798	4,41%
Controllanti	112.430.687	11,93%	76.917.494	8,43%	69.175.542	8,25%
Controllate da controllanti	65.216.879	6,92%	66.004.506	7,23%	57.013.938	6,80%
Totale debiti infragruppo	**222.757.467**	**23,64%**	**184.896.339**	**20,26%**	**163.171.278**	**19,47%**

Tabella 4.32 – Tassi di variazione dei debiti infragruppo nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Controllate	7,47%	13,50%
Controllanti	46,17%	11,19%
Controllate da controllanti	-1,19%	15,77%
Totale debiti infragruppo	**20,48%**	**13,31%**

I costi da acquisti infragruppo nel campione

In funzione dei dati sulla consistenza dei debiti infragruppo si è effettuata una stima dei costi d'acquisto connessi a transazioni commerciali infragruppo. Dal punto di vista metodologico, si segnala che: (i) al fine di non sovrastimare i costi derivanti da acquisti infragruppo, sono stati considerati i soli debiti infragruppo a breve; (ii) al fine di convertire la grandezza stock in una grandezza flusso, il calcolo dei costi per acquisti infragruppo è stato effettuato considerando la durata media dei debiti presentata nel Capitolo 5.
I dati risultanti dalla stima mostrano che, nel 2023, poco meno di un terzo dei costi della produzione è attribuibile all'infragruppo (Tabella 4.33). In particolare, i costi da acquisti infragruppo contribuiscono all'assorbimento del valore della produzione per il 30,66%. Le percentuali di incidenza dei costi infragruppo sul valore della produzione sono poco più basse per i due anni precedenti (28,97% nel 2022 e 29,17% nel 2021). La componente più rilevante sono i costi per acquisti dalle controllanti, con percentuali di incidenza

dall'11,26% del 2021 all'11,81% del 2023. I costi per acquisti dalle imprese sottoposte al controllo della stessa controllante presentano un'incidenza circa del 10% (massimo del 10,46% nel 2023 e minimo del 10,18% nel 2021). Ultimi per incidenza sono gli acquisti da controllate, che presentano sul triennio un'incidenza minima del 7,37%, nel 2021 e massima, dell'8,39%, nel 2023.
I tassi di variazione (Tabella 4.34) indicano che la dinamica dei costi per acquisti infragruppo segue esattamente quella dei costi della produzione complessivi tra 2021 e 2022 (+23,71% per i costi complessivi, +23,03% per i costi infragruppo). La dinamica è invece diversa tra 2022 e 2023, quando i costi della produzione complessivi diminuiscono del 5,27% mentre i costi infragruppo aumentano dello 0,99%, soprattutto a causa dell'incremento delle transazioni con imprese controllate.

Tabella 4.33 – Incidenza dei costi da acquisti infragruppo sul valore della produzione del campione

euro/000	**2023**	**% Valore prod.**	**2022**	**% Valore prod.**	**2021**	**% Valore prod.**
Costi – acquisti da controllate	160.384.957	8,39%	150.634.559	7,52%	119.278.834	7,37%
Costi – acquisti da controllanti	225.830.431	11,81%	225.663.792	11,26%	187.887.993	11,62%
Costi – acquisti da controll. da contr.ti	200.120.123	10,46%	204.317.244	10,20%	164.745.544	10,18%
Totale costi da acquisti infragruppo	**586.335.511**	**30,66%**	**580.615.596**	**28,97%**	**471.912.371**	**29,17%**
Costi della produzione	**1.809.295.959**	**94,61%**	**1.909.933.059**	**95,30%**	**1.543.903.733**	**95,44%**

Tabella 4.34 – Tassi di variazione dei costi da acquisti infragruppo nel triennio

Var. %	**2023/2022**	**2022/2021**
Costi – acquisti da controllate	6,47%	26,29%
Costi – acquisti da controllanti	0,07%	20,11%
Costi – acquisti da controll. da contr.ti	-2,05%	24,02%
Totale costi da acquisti infragruppo	**0,99%**	**23,03%**
Costi della produzione	**-5,27%**	**23,71%**

Confrontando sinteticamente gli esiti della stima dei ricavi da transazioni infragruppo con quelli della stima dei costi per acquisti infragruppo si rileva un certo squilibrio con riferimento ai valori emersi dalle operazioni con le controllanti. Nel 2023, i ricavi da controllanti contribuiscono al valore della produzione per il 5,94%, mentre i costi da acquisti da controllanti assorbono l'11,81% dello stesso e il divario risulta costante sul triennio. Questo squilibrio può essere spiegato alla luce del ruolo svolto dalle controllanti, che agiscono come centri di servizi addebitati alle controllate.

4.3. Le caratteristiche della proprietà

Il focus sulle caratteristiche della proprietà è circoscritto al 2023, annualità per la quale sono disponibili sul database AIDA i dati sul *global ultimate owner* (GUO). Il GUO è definito come quel soggetto (persona fisica o giuridica) che detiene direttamente o indirettamente almeno il 50,01% delle azioni o quote di una società e risulta quindi il soggetto che esercita il controllo sulle imprese del campione al più alto livello. L'approfondimento sulla tipologia e sul Paese del GUO è stato condotto sulle 29.594 imprese (78,27% del campione) per le quali sono disponibili i dati sul GUO. L'approfondimento sull'indipendenza delle imprese è stato condotto sulle 29.454 imprese con dato disponibile (77,90% del campione). Infine, il focus sul controllo localizzato nei regimi fiscali vantaggiosi presenta i dati relativi ai 3.721 bilanci consolidati redatti dalle imprese del campione.
La Tabella 4.35 mostra la prevalenza di modelli proprietari familiari e domestici, affiancati da una presenza di investitori esteri e istituzionali complessivamente contenuta: i GUO italiani controllano 24.069 imprese (63,66% del campione) segnalando il carattere prevalentemente nazionale della proprietà.
La maggior parte delle imprese con GUO italiano è controllato da persone fisiche o famiglie italiane (53,09%); le società (non finanziarie) italiane detengono poi il 41% del campione. Il modello familiare è rilevante, con vantaggi in termini di continuità, visione di lungo periodo e radicamento territoriale, ma con anche potenziali

limiti strutturali, quali, ad esempio, scarsa propensione all'innovazione manageriale, difficoltà legate al passaggio generazionale e ridotta apertura del capitale.

4.35 – La tipologia e la localizzazione del livello apicale del controllo

Tipo del Global Ultimate Owner	**Paese del Global Ultimate Owner**						**Totale**	
	Italia		Unione Europea *(Italia esclusa)*		Estero			
	N. imprese	%	N. imprese	%	N. imprese	%	N. imprese	% campione
Enti Pubblici, Stato, Governo	592	2,46%	40	1,41%	49	1,83%	681	1,80%
Persone fisiche o famiglie	12.778	53,09%	465	16,34%	211	7,87%	13.454	35,58%
Società *(non finanziarie)*	9.868	41,00%	1.775	62,39%	2.102	78,43%	13.745	36,35%
F.di, priv. equity e venture cap.	239	0,99%	259	9,10%	172	6,42%	670	1,77%
Fondazioni/Istituti di Ricerca	1	0,00%	115	4,04%	15	0,56%	131	0,35%
Financial Firms	591	2,46%	191	6,71%	131	4,89%	913	2,41%
Assicurazioni	*16*	*0,07%*	*8*	*0,28%*	*16*	*0,60%*	*40*	0,11%
Banche	*87*	*0,36%*	*43*	*1,51%*	*31*	*1,16%*	*161*	0,43%
Altre società finanziarie	*488*	*2,03%*	*140*	*4,92%*	*84*	*3,13%*	*712*	1,88%
Totale	**24.069**	**100%**	**2.845**	**100%**	**2.680**	**100%**	**29.594**	78,27%

La ridotta apertura del capitale emerge dai dati sulla contenuta presenza di GUO coincidenti con banche, assicurazioni o finanziarie – che complessivamente controllano il 2,41% delle imprese del campione – e di GUO riconducibili a fondi, private equity e venture capital, che controllano solo l'1,77% delle imprese e consistono prevalentemente in soggetti non italiani. Quest'ultimo dato va letto come risultato di due dinamiche; da un lato, l'arresto, nel 2023, nello sviluppo del mercato italiano del venture capital (LIUC Business School & AIFI, 2023). Dall'altro, l'incremento, tra 2021 e 2023, delle operazioni di acquisizione della quota di controllo o di quote di minoranza delle imprese familiari da parte di fondi di private equity (LIUC Business School, 2022, 2023). I dati includono quindi:

- imprese effettivamente controllate da fondi di private equity (ad esempio, come risultato di strategie di *add-on* del fondo);
- imprese ancora controllate dalla famiglia, il cui capitale si è comunque aperto al 'private capital', anche se per quote di minoranza.

Si osserva la presenza del controllo estero per 2.845 imprese controllate da un GUO localizzato nell'ambito dell'Unione Europea – Italia esclusa e 2.680 imprese controllate da un GUO extra-UE. Tra i GUO non italiani prevalgono le società non finanziarie; sono società non finanziarie il 62,39% dei GUO europei ed il 78,43% dei GUO extra-UE. La presenza dei GUO esteri è principalmente spiegata da due ordini di ragioni, quali:

- l'interesse internazionale verso il tessuto produttivo italiano (verosimilmente soprattutto in settori ad alto contenuto di competenze o mercati di nicchia);
- l'interesse al conseguimento di vantaggi fiscali.

In particolare, l'interesse al conseguimento dei vantaggi fiscali potrebbe avere rilevanza per:

- 1.017 casi delle 2.845 imprese controllate da soggetti appartenenti all'Unione Europea (Italia esclusa); in questi casi il paese è caratterizzato da regimi fiscali vantaggiosi;
- 629 casi delle 2.680 imprese controllate da soggetti esteri (23,47%); in 448 casi si tratta di giurisdizioni caratterizzate da vantaggi fiscali e in 181 casi di paradisi fiscali.

Il dato sulla localizzazione del controllo è stato considerato congiuntamente al grado di indipendenza delle singole imprese (Tabella 4.36), qui individuato in funzione della concentrazione della proprietà: a una proprietà più concentrata corrisponde un grado di indipendenza più basso. In particolare, l'analisi impiega l'indicatore disponibile sul database AIDA. Il grado di indipendenza viene definito: (i) alto, se la proprietà dell'impresa è caratterizzata da azionisti/detentori di quote nessuno dei quali ha più del 25% della proprietà diretta o totale delle azioni/quote; (ii) medio, se la proprietà è caratterizzata da azionisti/detentori di quote nessuno dei quali ha proprietà diretta o totale delle azioni/quote inferiore al 26% e nessuno dei quali detiene comunque proprietà diretta di oltre il 50%; (iii) basso, se la proprietà è caratterizzata da un

azionista/detentore di quote con proprietà diretta di oltre il 50%. L'analisi sull'indipendenza delle imprese è stata condotta sulle 29.454 imprese con dato disponibile (77,90% del campione).
Dalla considerazione congiunta di provenienza geografica del GUO e grado di indipendenza emerge un panorama concentrato e gerarchizzato. Il 67,98% delle imprese risulta a bassa indipendenza, quindi caratterizzato da un azionista che detiene più del 50% della proprietà diretta. Questo dato raggiunge punte ancora più elevate tra le imprese controllate da soggetti esteri: 98,5% per i GUO extra-UE e 98,27% per quelli dell'Unione Europea - Italia esclusa. In altre parole, quando l'impresa è controllata da un soggetto estero, il modello proprietario è pressoché sempre di tipo accentrato e l'impresa locale agisce di fatto come entità subordinata alla strategia del gruppo. Come segnalato in precedenza si deve considerare però che in 1.646 casi [26] la localizzazione potrebbe essere solo strumentale al conseguimento di vantaggi fiscali e non configurare quindi l'ipotesi di un vero soggetto economico estero.

Tabella 4.36 – L'indipendenza delle imprese italiane e il livello apicale del controllo

Grado di indipendenza dell'impresa	**Paese Global Ultimate Owner**						**Totale**	
	Italia		Unione Europea *(Italia esclusa)*		Estero			
	N. imprese	%	N. imprese	%	N. imprese	%	N. imprese	% campione
Indipendenza alta	772	3,22%	0	0,00%	0	0,00%	772	2,04%
Indipendenza media	2.889	12,07%	49	1,73%	40	1,50%	2.978	7,88%
Indipendenza bassa	20.280	84,71%	2.790	98,27%	2.634	98,50%	25.704	67,98%
Totale	**23.941**	**100%**	**2.839**	**100%**	**2.674**	**100%**	**29.454**	**77,90%**

All'interno del sottogruppo delle imprese a controllo italiano, la quota di imprese a bassa indipendenza si mantiene comunque molto alta (84,71%), anche se lascia maggiore spazio a forme di media (12,07%) e alta indipendenza (3,22%). Le imprese con un assetto di proprietà relativamente più disperso – cioè, senza alcun socio che detenga più del 25% delle azioni/quote – sono solo il 2,04%. Inoltre, esse sono presenti esclusivamente tra le imprese a controllo italiano e risultano assenti nei casi di proprietà estera. Dal punto di vista delle implicazioni strategiche, la bassa indipendenza proprietaria è spesso associata a maggiore rapidità decisionale e coerenza strategica, soprattutto nei gruppi familiari o multinazionali. Tuttavia, essa comporta anche rischi strutturali legati alla dipendenza da un solo decisore, alla difficoltà di apertura al capitale esterno e a un potenziale deficit di trasparenza e condivisione delle linee della governance.

L'approfondimento sul capitale controllato da soggetti localizzati nell'ambito di regimi fiscali vantaggiosi presenta i dati a livello consolidato (3.721 bilanci consolidati delle imprese del campione) (Tabella 4.37).
In particolare, per 55 bilanci consolidati risultano GUO situati in paesi a fiscalità privilegiata non classificati come paradisi fiscali (si tratta dell'1,48% del totale dei consolidati redatti dalle imprese del campione, patrimonio netto complessivo pari a 9,37 miliardi). I GUO collocati in veri e propri paradisi fiscali risultano coincidenti con il livello più alto del controllo per 73 bilanci consolidati (1,96% del totale dei consolidati redatti dalle imprese del campione, patrimonio netto complessivo pari a 9,6 miliardi). Emerge il dato relativo al Lussemburgo, ove risultano localizzati 55 GUO; il paese si configura come un importante 'snodo' dell'articolazione dei gruppi societari. Questi dati suggeriscono che parte del controllo sulle imprese italiane non quotate è riconducibile a strutture societarie interposte o esternalizzate, localizzate in paesi che offrono vantaggi fiscali, semplificazioni regolatorie o maggiore riservatezza giuridica. Come si osservava sopra, si tratta di casi nei quali la localizzazione potrebbe non riflettere la presenza di un vero soggetto economico estero.

[26] 1.017 casi delle 2.845 imprese controllate da soggetti appartenenti all'Unione Europea (Italia esclusa) e 629 casi delle 2.680 imprese controllate da soggetti esteri

Tabella 4.37 – Il controllo in contesti caratterizzati da vantaggi fiscali

Paese del Global Ultimate Owner	Bilanci consolidati	
	N. bilanci consolidati	% consolidati
Contesti caratterizzati da vantaggi fiscali		
Austria	3	0,08%
Belgio	4	0,11%
Irlanda	5	0,13%
Paesi Bassi	1	0,03%
Svizzera	41	1,10%
Ungheria	1	0,03%
N. consolidati con GUO in contesti con vantaggi fiscali	**55**	**1,48%**
Contesti inquadrabili come paradisi fiscali		
Bermuda	2	0,05%
Bahamas	1	0,03%
Curaçao	1	0,03%
Hong Kong	2	0,05%
Isole Cayman	8	0,21%
Isole Vergini Britanniche	1	0,03%
Liechtenstein	2	0,05%
Lussemburgo	55	1,48%
Singapore	1	0,03%
N. consolidati con GUO in paradisi fiscali	**73**	**1,96%**
Totale consolidati con GUO in contesti fiscalmente vantaggiosi	**128**	**3,44%**

4.4 Riflessioni di sintesi

I dati presentati evidenziano che un numero crescente di imprese detiene partecipazioni nel triennio e che queste spiegano il 13% degli impieghi aziendali. Nel 2023, circa il 65% delle imprese detiene partecipazioni e queste ammontano complessivamente a più di 211 miliardi di euro. In questo contesto, il dato mediano per le grandi imprese (130 migliaia di euro nel 2023) è sempre almeno 110 volte quello osservato per le PMI. L'importo delle partecipazioni a Stato patrimoniale aumenta costantemente sul triennio, con un tasso di crescita particolarmente rilevante tra 2022 e 2023 (+10,06%). La crescita del valore contabile rispecchia la dinamica delle operazioni reali di acquisto di partecipazioni. Nel 2023 le imprese hanno infatti investito più di 33 miliardi nell'acquisto di nuove partecipazioni, circa 8 milioni in più rispetto all'investimento effettuato nel 2022 (25 miliardi).

Elemento chiave risulta la prevalenza di partecipazioni immobilizzate, principalmente in controllate e collegate, in linea con la connotazione stabile del legame tra partecipante e partecipata e con l'influenza della prima sulla governance della seconda. Questo dato, interpretato congiuntamente ai trascurabili valori registrati dalla rotazione delle partecipazioni immobilizzate, suggerisce che le imprese impiegano risorse nell'investimento in partecipazioni per realizzare una crescita stabile, spesso in risposta a logiche di gruppo. I dati sulle imprese che redigono il consolidato (3.721 imprese) e su quelle che detengono partecipazioni in controllate pur non redigendolo (7.256 imprese) lasciano emergere i segnali di processi di crescita esterna che si pongono come alternativa a quella interna. La crescita interna tramite l'investimento in immobilizzazioni tecniche risulta infatti piuttosto contenuta (Capitolo 3). In questa prospettiva, risulta anche comprensibile la frequente presenza nei bilanci di partecipazioni immobilizzate in altre imprese, segnale di una strategia di crescita esterna tramite acquisizioni graduali.

Proprio alla luce della funzione delle partecipazioni immobilizzate nell'ambito delle strategie di crescita per linee esterne e dell'esclusione dal campione delle imprese che esercitano attività finanziaria, non sorprende la limitata incidenza delle partecipazioni circolanti sul capitale investito, mai superiore allo 0,28% (dato 2021) e decrescente sul triennio. Poiché, a fronte dell'intenzione degli amministratori vendere le partecipazioni, queste debbono essere classificate come circolanti, la decrescita del valore delle partecipazioni circolanti in Stato patrimoniale è spiegabile alla luce del dato sulle imprese che vendono partecipazioni. Infatti, gli importi aggregati indicano che nelle cessioni di partecipazioni del 2022, pari a 16 miliardi, sono coinvolti circa 6 miliardi in più rispetto agli importi del 2023.
Tra le partecipazioni circolanti sono prevalenti quelle in altre imprese, coerentemente con l'entità della percentuale partecipativa e con il possibile ricorso a queste per diversificare gli impieghi a breve della liquidità. Si rilevano anche partecipazioni circolanti in controllate, che segnalano isolate dismissioni di partecipazioni non più strategiche o non più soddisfacenti in termini di performance conseguite e/o processi di semplificazione della struttura del gruppo (167 casi nel 2023).

L'impatto delle partecipazioni a Conto economico raggiunge fino al 53,64% del valore della produzione (dato 2022) per un sottoinsieme di imprese che sostanzialmente svolgono l'attività di holding, in quanto caratterizzate da un peso delle partecipazioni sul totale attivo superiore all'80% (254 imprese nel 2023, 256 nel 2022 e 242 nel 2021). Nel 2021 queste imprese presentano consistenti svalutazioni delle partecipazioni, verosimilmente per effetto delle dinamiche reddituali negative che hanno colpito le partecipate nel periodo pandemico. I proventi da partecipazioni (dividendi e plusvalenze da cessione) nello stesso anno rappresentano ben il 113,98% dell'importo del valore della produzione, evidentemente anche a causa della contrazione delle attività operative che alimentano il valore della produzione. Il loro peso sul valore della produzione risulta poi significativamente ridimensionato e nel 2023 si passa al 20,73%, a fronte della ripresa del valore della produzione.
Per le altre imprese del campione, l'impatto a Conto economico delle partecipazioni è decisamente più contenuto: l'incidenza aggregata sul valore della produzione passa, infatti, dallo 0,84% del 2021 allo 0,65% nel 2022, fino a diventare quasi irrilevante nel 2023. La progressiva riduzione della rilevanza dell'impatto delle partecipazioni è frutto di (i) una dinamica composita che caratterizza l'impatto al numeratore, che decresce del 7,71% tra 2021 e 2022 e poi cresce del 14,32% tra 2022 e 2023 e (ii) una contemporanea crescita sul triennio del valore della produzione al denominatore.
Il ritorno del capitale investito in partecipazioni dalle holding sul triennio non supera il 5,21% (dato 2023) e risulta in diminuzione tra 2021 e 2022 e poi in miglioramento tra 2022 e 2023, principalmente a causa delle variazioni dei proventi da partecipazioni a numeratore dell'indicatore impiegato. Il ritorno dell'investimento nelle attività operative per le imprese del campione è lievemente superiore a quello rilevato per le holding e risulta in costante crescita, in linea con l'incremento del reddito operativo delle imprese del campione sul triennio (cfr. Capitolo 5). Richiamando le evidenze presentate nel Capitolo 6, si segnala che il ritorno del capitale investito in partecipazioni potrebbe risultare sottostimato a causa della scarsa propensione delle società di capitali italiane alla distribuzione dei dividendi. Parte dell'investimento effettuato non si traduce in ritorno tramite dividendi ma in un aumento progressivo del valore del patrimonio della partecipata e resta quindi sostanzialmente 'incorporato' nel valore partecipazione. Questo elemento contribuisce al quadro presentato in termini di ricorso all'investimento in partecipazioni come alternativa alla crescita interna; la costituzione di legami partecipativi stabili rende accettabile per la partecipante anche l'assenza del ritorno monetario del proprio investimento tramite i dividendi.
Ulteriori elementi a completamento dello scenario sono forniti dall'analisi dei rapporti infragruppo. Emerge la rilevanza dei finanziamenti alle controllate (più del 48% dei crediti immobilizzati - 23,3 miliardi - sono prestiti alle controllate) come strumento di gestione della liquidità interna al gruppo impiegato per supportare operativamente le controllate in linea con il quadro complessivo informato da assetti proprietari accentrati. I prestiti infragruppo si qualificano per le imprese controllate come una fonte di finanziamento potenzialmente alternativa o complementare al debito bancario, che – come evidenziato nel Capitolo 7 – risulta complessivamente in diminuzione sul triennio anche a causa delle condizioni di credito.
I risultati delle elaborazioni condotte indicano che nel 2023 agli scambi infragruppo è riconducibile circa un sesto dei ricavi delle vendite e delle prestazioni del campione. In particolare, i ricavi da vendite e prestazioni

infragruppo seguono la dinamica dei ricavi del campione e contribuiscono per il 20,86% alla creazione del valore della produzione aggregato. Prime in termini di contributo al valore della produzione risultano le transazioni con le imprese sottoposte al controllo delle stesse controllanti. I costi per acquisti infragruppo contribuiscono all'assorbimento del valore della produzione per il 30,66%. La componente più rilevante sono i costi per acquisti dalle controllanti, che agiscono come centri di servizi addebitati alle controllate. Nel complesso, questi dati suggeriscono una forma indiretta di ritorno dell'investimento in partecipazioni che potrebbe essere oggetto di futuri approfondimenti.

L'approfondimento sulla proprietà delle imprese conferma che il modello familiare è dominante, con vantaggi in termini di continuità, visione di lungo periodo e radicamento territoriale, ma con anche potenziali limiti strutturali, tra i quali una ridotta apertura del capitale riflessa peraltro dalla limitata presenza di fondi, private equity e venture capital quali *global ultimate owner*. I dati vanno letti come risultato, da un lato, di un arresto, nel 2023, nello sviluppo del mercato italiano del venture capital (LIUC Business School & AIFI, 2023) e, dall'altro, di un incremento, tra 2021 e 2023, delle operazioni di acquisizione della quota di controllo o di quote di minoranza delle imprese familiari da parte di fondi di private equity (LIUC Business School, 2022, 2023).
Si osserva la presenza del controllo estero (soprattutto società non finanziarie) per 5.525 imprese (circa il 14,6% delle imprese del campione) e un sostanziale allineamento tra il numero di imprese controllate da soggetti europei, Italia esclusa, e imprese controllate da un soggetto localizzato al di fuori dell'Unione Europea. L'analisi conferma che la localizzazione del controllo fuori dall'Italia non è soltanto spiegata dall'interesse internazionale verso il tessuto produttivo italiano (verosimilmente soprattutto in settori ad alto contenuto di competenze o mercati di nicchia) ma anche dall'interesse al conseguimento di vantaggi fiscali, che potrebbe rappresentare un driver rilevante per la localizzazione in 1.646 casi. In questi casi, quindi, la localizzazione potrebbe non configurare quindi l'ipotesi di un vero soggetto economico estero. Nel complesso, le evidenze segnalano una propensione del capitale di comando a svincolarsi dal rigido rispetto dei vincoli della normativa fiscale e una potenziale noncuranza verso la crescente attenzione alla fiscalità responsabile e i fattori ESG, specialmente in chiave 'social', aspetto cui il pagamento delle imposte direttamente contribuisce (Quagli, 2021b).
Dall'analisi condotta emergono due considerazioni principali sulla presentazione in bilancio nella prospettiva di favorirne la capacità informativa. La prima considerazione deriva dalla difficoltà riscontrata nel tentativo di condurre, sulla base delle voci previste dal Codice civile, un approfondimento sugli aspetti inerenti alla valutazione delle partecipazioni. Dallo schema di Stato patrimoniale non risulta possibile comprendere, per le partecipazioni immobilizzate in controllate e collegate, se queste siano valutate al costo o con il metodo del patrimonio netto[27]. Similmente, non risulta possibile distinguere a quale causa sia specificamente dovuta l'emersione di rivalutazioni o di svalutazioni delle partecipazioni nel Conto economico[28]. A questo proposito, potrebbe essere almeno utile per il lettore del bilancio poter individuare nell'attivo dello Stato patrimoniale l'importo delle partecipazioni valutate al patrimonio netto, sulla falsariga di quanto richiesto alle società che applicano principi contabili internazionali.

[27] Ai fini della valutazione delle partecipazioni immobilizzate in controllate e collegate, l'art. 2426, n. 4 del Codice civile consente di scegliere se adottare il criterio del costo o valutare le partecipazioni al patrimonio netto. Dato che il patrimonio netto consente di seguire l'andamento gestionale della partecipata, esso è preferibile quando l'impresa esercita un'influenza almeno notevole, a meno che l'influenza della partecipante sulle società controllate o collegate non sia limitata da fattori particolari. Quagli (2025) sottolinea che, nella pratica, nei bilanci separati delle società italiane più frequente il ricorso alla valutazione al costo per varie ragioni, ad esempio la stabilità del valore della partecipazione, la maggiore semplicità applicativa e la coincidenza con il valore fiscalmente riconosciuto della partecipazione. Si segnala che, se l'applicazione del metodo del costo restituisce un valore maggiore a quello derivante dalla valutazione al patrimonio netto, l'impresa è tenuta a darne menzione in Nota integrativa (l'eccedenza risulta peraltro giustificata solo da plusvalori latenti dei beni della partecipata/da un avviamento, elementi in assenza dei quali la partecipazione va svalutata).

[28] Dallo schema di Conto economico non risulta infatti possibile distinguere tra (i) rivalutazioni di ripristino del valore delle partecipazioni circolanti, (ii) rivalutazioni di ripristino delle partecipazioni immobilizzate valutate al costo e (iii) rivalutazioni di partecipazioni valutate al patrimonio netto in caso di chiusura in utile della partecipata. Parimenti, non è possibile scomporre l'importo delle svalutazioni tra (i) svalutazioni delle partecipazioni circolanti derivanti dalla valutazione al minore tra costo e valore di realizzo, (ii) svalutazioni per perdita durevole di valore delle partecipazioni immobilizzate valutate al costo e (iii) svalutazioni di partecipazioni valutate al patrimonio netto in caso di perdita registrata dalla partecipata.

Inoltre, alla luce della rilevanza dell'infragruppo, potrebbe essere utile al lettore poter disporre di subtotali nell'ambito dell'esposizione dei crediti e dei debiti per indicare la parte infragruppo. L'introduzione di subtotali potrebbe essere effettuata anche invertendo l'attuale ordine di presentazione e prevedendo crediti e debiti verso le collegate come posizionati successivamente a quelli verso le imprese sottoposte al controllo della stessa controllante, in modo da lasciare esposti nella parte superiore l'elenco dei crediti e dei debiti verso imprese del gruppo. Per quanto riguarda i debiti, potrebbe inoltre essere valutata l'indicazione esplicita dell'importo dei 'debiti verso le controllanti' come 'di cui' subito sotto la voce D.3.

5. L'AREA OPERATIVA E IL CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO

Katia Corsi e Alberto Ezza

5.1. L'analisi degli andamenti complessivi

L'analisi dell'area operativa del conto economico ci consente di recuperare informazioni rilevanti sulla redditività della gestione caratteristica di una azienda, escludendo quindi l'attività finanziaria e straordinaria[29]. L'analisi di questa area e i diversi margini reddituali da essa desumibili ci permettono di capire la capacità dell'azienda di produrre ricchezza per sé e per il sistema economico in cui opera, ma anche di valutare le condizioni di efficienza gestionale. Essa, inoltre, presenta riflessi finanziari, legati ai flussi più caratteristici del conto economico, che consentono di valutare il legame con l'equilibrio delle componenti del capitale circolante netto (crediti, scorte e magazzino) e apprezzare la potenzialità di generare flussi di cassa operativi.
Al fine di analizzare la rilevanza dell'area operativa, riportiamo dapprima la composizione dell'aggregato A del conto economico, che rappresenta il valore della produzione ottenuta.

Tabella 5.1 – Il valore della produzione

euro/000		2023	% Valore Prod.	2022	% su Valore Prod.	2021	% su Valore Prod.
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	Totale	1.832.099.121	95,80%	1.915.530.449	95,58%	1.549.289.756	95,78%
	Mediana	16.926	95,88%	16.583	95,13%	14.560	95,38%
	N. imprese	37.810					
2) variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	Totale	1.426.788	0,07%	12.887.349	0,64%	7.169.598	0,44%
	Mediana	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
	N. imprese	37.792					
3) variazione dei lavori in corso su ordinazione	Totale	5.983.723	0,31%	8.284.270	0,41%	4.113.893	0,25%
	Mediana	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
	N. imprese	37.792					
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni (N: 37.810)	Totale	4.169.037	0,22%	3.863.202	0,19%	3.486.326	0,22%
	Mediana	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
	N. imprese	37.810					
5) altri ricavi e proventi (N: 37.810)	Totale	65.922.611	3,45%	63.504.121	3,17%	53.516.959	3,31%
	Mediana	311	1,76%	307	1,76%	248	1,62%
	N. imprese	37.810					
TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE (A) (N: 37.810)	**Totale**	**1.912.379.865**	**100,00%**	**2.004.085.770**	**100,00%**	**1.617.600.751**	**100,00%**
	Mediana	**17.654**	**100,00%**	**17.432**	**100,00%**	**15.265**	**100,00%**
	N. imprese	**37.810**					

Dalla Tabella 5.1 si evince che l'aggregato A è composto per oltre il 95% dalla voce A.1 "Ricavi delle vendite e prestazioni": esso, nel suo valore complessivo, pur subendo un calo nel 2023 rimane sempre superiore al valore registrato nel 2021, confermando una generale crescita. Ciò si palesa anche dall'esame dei valori mediani, che in un campione così eterogeneo, risultano essere più significativi dei valori medi.
I dati relativi alle variazioni delle rimanenze, di qualunque tipo esse siano, si presentano generalmente poco inferiori allo 0,5%.

[29] È necessario notare che ad oggi l'area straordinaria risulta difficilmente estrapolabile dalle righe del conto economico. Infatti, per la non sempre chiara natura dei componenti straordinari, la riforma del Codice civile (D.lgs. 139/2015) ha preferito eliminare l'area straordinaria, ed i componenti ad essa destinati sono affluiti nelle voci residuali del conto economico A.5 e B.14, da sempre deputate ad accogliere anche i componenti dell'area accessoria.

L'andamento delle seguenti voci nel triennio esaminato viene meglio esplicitato nella Tabella 5.2 in cui si riportano le variazioni intervenute nei valori.

Tabella 5.2 – Variazioni delle voci che compongono l'aggregato A nel triennio esaminato

Var. %		**2023/2022**	**2022/2021**
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	Totale	-4,36%	23,64%
	Mediana	2,07%	13,89%
2) variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	Totale	-88,93%	79,75%
	Mediana		
3) variazione dei lavori in corso su ordinazione	Totale	-27,77%	101,37%
	Mediana		
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	Totale	7,92%	10,81%
	Mediana		
5) altri ricavi e proventi	Totale	3,81%	18,66%
	Mediana	1,30%	23,79%
TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE (A)	**Totale**	**-4,58%**	**23,89%**
	Mediana	**1,27%**	**14,20%**

In riferimento alla voce A.1, si registra una rilevante riduzione nel 2023 dopo un sostanziale aumento dell'anno precedente (in termini di valori mediani ciò si riflette in un rallentamento sostanziale del tasso di crescita). Questo dato dovrebbe essere rivisto alla luce dei tassi di inflazione del 8,12% e del 5,65% registrati rispettivamente nel 2022 e nel 2023. Considerato il picco di inflazione registrato nel 2022, la rilevante crescita in quell'anno potrebbe avere una componente reale riconducibile alla ripresa post-Covid ma anche una componente inflazionistica. Pertanto, la crescita reale di questo periodo risulta decisamente inferiore, poiché, considerando i valori mediani rapportati agli indici dei prezzi al consumo, si evidenzia una riduzione del *gap* tra le variazioni, che risultano essere del 5% nel 2022 e -3% nel 2023.
In riferimento alle rimanenze presenti nell'aggregato A (per i quali mancano i valori mediani a causa di numerosi *missing value* o valori pari a zero), vediamo un comportamento differenziato: la voce A.4 aumenta in modo pressoché costante nel triennio, mentre per le voci A.2 e A.3 mostrano una evidente inversione delle variazioni. Il rilevante incremento delle scorte del 2022, caratterizzato da un più alto tasso di inflazione, potrebbe essere imputato al tentativo di proteggersi da un potenziale aumento dei prezzi delle materie prime; la consistente riduzione che caratterizza il 2023, invece, potrebbe essere il frutto di una generale politica di smaltimento scorte oppure la risposta ad una riduzione della produzione e/o della domanda. Nel caso specifico della voce A.3 tale riduzione, poi, potrebbe essere imputata ad un completamento di ordini acquisiti nell'anno precedente, in cui ancora forte è l'effetto di ripresa post-pandemia.
L'ipotesi della riduzione della produzione/domanda sembra confermata anche dai valori che attengono l'aggregato B (Tabella 5.3) del conto economico. Passando, infatti, all'analisi di tale aggregato notiamo, ovviamente una rilevante presenza dei principali *input* produttivi: i costi per le materie rappresentano la voce di gran lunga più rilevante pesando nei tre anni più del 55% del valore della produzione, le altre voci che presentano un peso degno di nota sono la voce B.9 costo del personale e B.7 costo dei servizi, nei quali spesso vi sono inclusi costi relativi al personale non dipendente.

Tabella 5.3 – I costi della produzione

euro/000		2023	% Valore Prod.	2022	% Valore Prod.	2021	% Valore Prod.
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	Totale	1.074.937.567	56,21%	1.227.057.078	61,23%	936.562.801	57,90%
	Mediana	6.744	38,20%	7.288	41,81%	6.282	41,15%
	N. Imprese	37.810					
7) per servizi	Totale	364.185.017	19,04%	356.706.475	17,80%	299.789.127	18,53%
	Mediana	3.036	17,19%	3.007	17,25%	2.578	16,89%
	N. Imprese	37.810					
8) per godimento di beni di terzi	Totale	54.262.576	2,84%	48.838.534	2,44%	36.186.537	2,24%
	Mediana	285	1,61%	261	1,50%	236	1,55%
	N. Imprese	37.810					
9) per il personale	Totale	214.660.822	11,22%	202.863.564	10,12%	188.008.365	11,62%
	Mediana	2.188	12,39%	2.102	12,06%	1.931	12,65%
	N. Imprese	37.810					
10) ammortamenti e svalutazioni	Totale	62.452.064	3,27%	59.583.762	2,97%	56.191.089	3,47%
	Mediana	372	2,11%	351	2,01%	322	2,11%
	N. Imprese	37.810					
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	Totale	16.716.966	0,87%	15.630.235	0,78%	14.896.057	0,92%
	Mediana	30	0,17%	27	0,15%	25	0,16%
	N. Imprese	37.751					
b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali	Totale	39.718.038	2,08%	37.946.808	1,89%	36.442.503	2,25%
	Mediana	218	1,23%	203	1,16%	186	1,22%
	N. Imprese	37.751					
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie di consumo e di merci	Totale	-1.619.772	-0,08%	-26.253.624	-1,31%	-10.264.329	-0,63%
	Mediana	-	0,00%	-6	-0,03%	-1	-0,01%
	N. Imprese	37.810					
12) accantonamento per rischi	Totale	4.315.218	0,23%	4.142.661	0,21%	4.330.168	0,27%
	Mediana	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
	N. Imprese	37.810					
13) altri accantonamenti	Totale	2.628.163	0,14%	1.977.271	0,10%	1.689.621	0,10%
	Mediana	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
	N. Imprese	37.810					
14) oneri diversi di gestione	Totale	33.474.423	1,75%	35.017.620	1,75%	31.410.553	1,94%
	Mediana	143	0,81%	132	0,76%	119	0,78%
	N. Imprese						
TOT. COSTI DELLA PRODUZIONE (B)	**Totale**	**1.809.295.959**	**94,61%**	**1.909.933.059**	**95,30%**	**1.543.903.733**	**95,44%**
	Mediana	**16.358**	**92,66%**	**16.296**	**93,48%**	**14.279**	**93,54%**
	N. Imprese	**37.810**					

Per spiegare meglio l'andamento di queste voci nel triennio esaminato, nonché prospettare una spiegazione alla drastica riduzione delle scorte presenti nell'aggregato A nel 2023, facciamo riferimento alla Tabella 5.4. Si evidenzia infatti una marcata riduzione nel 2023 preceduta da un aumento nell'anno precedente sia per la voce B.6 sia per la voce B.11. La congiunta riduzione di queste due voci nel 2023 (con particolare riguardo alla voce B.11) non evidenzia una riduzione dei consumi, bensì un'azione di efficientamento (si veda tabella 5.8) che in un periodo di inflazione potrebbe mirare a contenere i costi di acquisto e ad attingere maggiormente al magazzino anche nel tentativo di migliorare la liquidità. Su queste voci infatti sembra che l'inflazione possa aver avuto una forte incidenza: il 2022 evidenzia una forte crescita, determinata probabilmente anche dall'aumento dei prezzi e quindi dei ricavi, mentre nel 2023 si registra una generale contrazione delle voci principali (vendite, acquisti e rimanenze) che potrebbe essere determinata da una riduzione della domanda ad opera dell'inflazione prolungata, sebbene rallentata.
In riferimento alle altre voci, in generale, si evidenzia una crescita costante, seppur con un rallentamento nell'anno 2023. A questa tendenza fanno eccezione alcuni costi non monetari relativi alle immobilizzazioni

immateriali e agli accantonamenti, che nel 2023 crescono in misura maggiore rispetto all'anno precedente, facendo intravedere un potenziale effetto positivo sulla liquidità.
La presenza di maggiori tassi di crescita degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali, anche alla luce dei dati riportati nel cap. 3, potrebbe essere ricondotta, sebbene senza alcun elemento di certezza, ad una tendenza ad ammortizzare maggiormente tali immobilizzazioni in quanto spesso imputate a investimenti tecnologici e innovativi che presentano una vita utile più breve rispetto alle immobilizzazioni materiali. È, invece, indubbio che il progressivo incremento degli accantonamenti si possa interpretare con un atteggiamento di maggiore prudenza, in un periodo caratterizzato da una restrizione della domanda e da un aumento dei prezzi dei fattori produttivi.
Nell'ambito dell'aggregato A e dell'aggregato B si hanno anche le due voci residuali A.5 e B.14 da sempre deputate ad accogliere i componenti accessori e più recentemente anche quelli dell'area straordinaria. Si assiste ad una progressiva crescita della voce A.5, sebbene decisamente rallentata nel 2023 rispetto all'anno precedente (dati mediani: 1,30% *vs* 23,79%): ciò probabilmente potrebbe essere imputato anche ai crescenti contributi ricevuti dalle aziende nel periodo post pandemico, come evidenziato nella tabella 10.12. In modo similare aumenta, anche la voce B.14 (dati mediani: 8,33% *vs* 10,92%), sebbene in questo caso il tasso di crescita tende ad essere più uniforme. Complessivamente il saldo dell'area residuale è decisamente positivo ma non abbiamo sufficienti elementi per dare ragionevoli spiegazioni a ciò, anche in considerazione del fatto che in tale area vi influiscono componenti straordinari.

Tabella 5.4 – Tassi di variazione dei costi di produzione nel triennio esaminato

Var. %		**2023/2022**	**2022/2021**
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	Totale	-12,40%	31,02%
	Mediana	-7,47%	16,01%
7) per servizi	Totale	2,10%	18,99%
	Mediana	0,96%	16,62%
8) per godimento di beni di terzi	Totale	11,11%	34,96%
	Mediana	9,2%	10,59%
9) per il personale	Totale	5,82%	7,90%
	Mediana	4,09%	8,86%
10) ammortamenti e svalutazioni	Totale	4,81%	6,04%
	Mediana	5,98%	9,01%
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	Totale	6,95%	4,93%
	Mediana	11,11%	8,00%
b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali	Totale	4,67%	4,13%
	Mediana	7,39%	9,14%
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie di consumo e di merci	Totale	-93,83%	155,78%
	Mediana	-100,00%	500,00%
12) accantonamento per rischi	Totale	4,17%	-4,33%
	Mediana		
13) altri accantonamenti	Totale	32,92%	17,02%
	Mediana		
14) oneri diversi di gestione	Totale	-4,41%	11,48%
	Mediana	8,33%	10,92%
TOT. COSTI DELLA PRODUZIONE (B)	**Totale**	**-5,27%**	**23,71%**
	Mediana	0,38%	14,13%

5.1.1. I margini reddituali

Dallo schema di conto economico si rileva direttamente il risultato operativo, quale differenza dell'aggregato A e B per indicare la capacità dell'azienda di generare profitto attraverso la sua attività operativa con un aumento dei ricavi e/o una riduzione dei costi.

Nel triennio esaminato, come si evince dalle tabelle sottostanti, tale margine reddituale aumenta progressivamente ma con il consueto rallentamento registrato nel 2023. Considerando anche la minor incidenza dell'aggregato B sul valore della produzione nel 2023 rispetto al 2022, si può desumere che l'aumento della redditività è imputabile anche ad aumento di efficienza operativa.
Se consideriamo i tassi di variazione dei valori mediani del triennio nella Tabella 5.5 il rallentamento della crescita dell'ultimo anno sembra attenuarsi (14,53% vs. 19,97% dei valori mediani rispetto a 9,49% vs. 27,76% dei valori totali) facendo pensare che le piccole/medie aziende avrebbero migliorato la propria redditività più delle grandi. Questo complessivo quadro positivo sullo "stato di salute" dell'intero sistema delle aziende sembra confermato anche dal fatto, già rilevato nel capitolo 2, che nel triennio prevalgono di gran lunga le aziende con un reddito positivo e tendono, seppur di poco, ad aumentare lungo l'intero triennio.

Tabella 5.5 – Risultato operativo e tassi di variazione

euro/000	**2023**	**% Valore Prod.**	**2022**	**% Valore Prod.**	**2021**	**% Valore Prod.**
Totale	103.084.120	5,39%	94.152.721	4,70%	73.696.914	4,56%
Mediana	812	4,60%	709	4,07%	591	3,87%
Tasso variazione totale	9,49%		27,76%			
Tasso variazione mediana	14,53%		19,97%			

Tra i margini reddituali non esplicitati nel conto economico, ma da esso facilmente deducibili, emergono il valore aggiunto che si riflette sul PIL del paese e l'EBITDA.
Il valore aggiunto deriva dalla differenza tra il valore della produzione e i costi esterni, quali il valore delle materie e merci consumate, i costi per servizi e costi per godimento dei beni di terzi. Partendo dal conto economico, il valore aggiunto è stato determinato detraendo dal valore della produzione (aggregato A) i costi di produzione (aggregato B) al netto, però, dei costi del personale (voce B.9) e degli ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni tecniche (B.10.a, B.10.b, B.10.c). Esso notoriamente presenta due profili interpretativi: il primo riferito al suo processo di formazione, il secondo al processo di distribuzione. Nella prima accezione il valore aggiunto indica il valore creato dall'azienda attraverso il processo produttivo e nel complesso contribuisce a definire il PIL del paese. Nello stesso tempo, esso consente di evidenziare l'efficienza operativa dell'azienda riducendo la sua dipendenza da fattori esterni. Il secondo profilo interpretativo si riferisce alla distribuzione del valore creato per tutti gli *stakeholder* aziendali, quali i lavoratori, i finanziatori, lo Stato, gli azionisti, nonché l'impresa stessa con eventuali utili non distribuiti. In quest'ultima versione, il valore aggiunto può essere inteso il sostanziale indicatore di sostenibilità sociale di una azienda in quanto esprime il contributo economico offerto dall'azienda ai membri della società con cui interagisce.
Anche in riferimento al valore aggiunto si evidenzia una progressiva crescita con un rallentamento nell'ultimo anno. Rispetto, però, al reddito operativo, la crescita si presenta più uniforme poiché minore è il *gap* tra i tassi di variazione nel triennio, soprattutto se considerassimo i valori totali. Il valore aggiunto, considerato, secondo il suo primo profilo interpretativo, risulta essere un'ottima proxy del PIL: esso è, infatti, perfettamente in linea con il trend di tale indice, che nel 2023 e 2022 aumenta rispettivamente del 6,56% e del 8,39%, confermando il contributo che le aziende offrono alla crescita del paese.
Nell'ottica "distributiva" della ricchezza creata, si evidenzia che tale margine è destinato principalmente alla remunerazione del lavoro e del capitale. Nel triennio il gap tra i valori assunti dal valore aggiunto e il costo del lavoro (si veda il cap. 8) cresce progressivamente, infatti, il rapporto tra questi due valori nel triennio cresce da 1,722 nel 2021 al 1,803 nel 2023, evidenziando così una maggiore possibilità delle aziende di distribuire ricchezza agli altri *stakeholder*.

Tabella 5.6 – Valore aggiunto e tassi di variazione

euro/000	2023	% Valore Prod.	2022	% Valore Prod.	2021	% Valore Prod.
Totale	420.614.477	21,99%	397.737.307	19,85%	355.326.615	21,97%
Mediana	4.248	24,06%	3.990	22,89%	3.607	23,63%
Tasso variazione totale	5,75%		11,94%			
Tasso variazione mediana	6,47%		10,62%			

Infine, tra i margini reddituali, possiamo considerare l'EBITDA. Esso è un indicatore di redditività della gestione operativa che rispetto al risultato operativo esclude i costi non monetari (in particolare gli ammortamenti) e pertanto può approssimarsi all'autofinanziamento generato dalla gestione operativa.

Tabella 5.7 – EBITDA e tassi di variazione

euro/000	2023	2022	2021
Media	4.378	4.066	3.435
Mediana	1.372	1.234	1.080
Tasso variazione media	7,68%	18,36%	
Tasso variazione mediana	11,18%	14,26%	

Esso presenta lo stesso andamento che si riflette nei valori mediani del fatturato (Tabella 5.7) e a cascata nei precedenti margini reddituali, in cui nel 2023 si assiste a un rallentamento del tasso di crescita. Valutando i tassi di crescita dei valori medi e mediani vediamo che i valori mediani sono ben al di sotto della media e se consideriamo i tassi di crescita nel 2023 il valore mediano cresce più del valore medio, facendo presumere che le imprese meno performanti migliorano più di quelle più performanti. L'EBITDA sarà ripreso anche nel successivo paragrafo per valutare la marginalità del fatturato, in termini di capacità della gestione operativa corrente di generare valore ogni euro di fatturato realizzato.

5.1.2. L'evoluzione degli indicatori reddituali operativi

Il principale indicatore di redditività operativa risulta essere il ROI lordo quale rapporto tra reddito operativo e capitale investito e gli indicatori che lo compongono, con particolare riferimento al ROS (redditività delle vendite) e il tasso di rotazione del capitale investito.
Il tasso del ROI lordo presenta una crescita progressiva (Tabella 5.8) e costante: ogni anno aumenta più o meno degli stessi punti percentuali. Ciò nonostante, il valore medio di questo indicatore si può considerare sufficiente ma non particolarmente buono.

Tabella 5.8 – ROI lordo e tassi di variazione

	2023	2022	2021
Media	6,49%	6,15%	5,82%
Mediana	5,23%	4,81%	4,44%
Tasso variazione media	5,53%	5,67%	
Tasso variazione mediana	8,73%	8,33%	

Il ROI è, poi, estremamente utile per capire come l'eventuale effetto leva finanziaria possa incidere sulla redditività. Considerando i valori mediani e confrontandoli con il costo del debito (5,12% nel 2023, 2,83% nel 2022 e 2,41% nel 2021, come riportato nella Tabella 7.14) vediamo che nel triennio si mantiene un differenziale positivo tra i due valori che fa intravedere potenzialità di generare reddito. Tuttavia, nel 2023 si assiste ad un netto incremento del costo del debito (ragionevolmente riconducibile alle tensioni internazionali e al *credit crunch* registrato) che riduce moltissimo la distanza fra i due valori (ROI e tasso di interesse) incrementando il rischio «inversione» della leva che potrebbe risultare deleterio per la redditività futura. Si rimanda, in tal senso, al capitolo 7 del presente lavoro.

Il trend crescente del ROI può essere, poi, spiegato dall'analisi del ROS che, calcolato sulle aziende dell'intero campione, presenta una crescita similare. Esso rappresenta in termini percentuali il reddito operativo prodotto da un euro di fatturato: ovviamente non esiste per tale indicatore un benchmark di riferimento poiché dipende molto dal settore di appartenenza: tuttavia, i valori riportati evidenziano un ROS accettabile.

Tabella 5.9 – ROS e tassi di variazione

	2023	**2022**	**2021**
Media	5,77%	5,27%	5,13%
Mediana	4,82%	4,38%	4,21%
Tasso variazione media	9,49%	2,73%	
Tasso variazione mediana	10,05%	4,04%	

Altro indicatore di marginalità è dato dal rapporto tra EBITDA e fatturato. Infatti, l'EBITDA non considera gli ammortamenti e consente quindi di neutralizzare un elemento dimensionale rilevante facilitando comparazioni non solo temporali ma anche spaziali, ad esempio discriminando grandi e piccole imprese (con fatturato inferiore a 50 milioni di euro nel 2023), come sotto riportato:

Tabella 5.10. – Rapporto EBITDA / Fatturato in imprese di piccola e grande dimensione

	2023	**2022**	**2021**
Grandi			
Media	9,37%	8,81%	8,59%
Mediana	6,81%	6,36%	6,45%
Tasso variazione media	6,36%	2,56%	
Tasso variazione mediana	7,08%	-1,40%	
N. imprese	30.832	30.833	30.829
PMI			
Media	9,33%	8,53%	8,81%
Mediana	8,57%	7,85%	8,00%
Tasso variazione media	9,38%	-3,18%	
Tasso variazione mediana	9,17%	-1,88%	
N. imprese	6.585	6.585	6.585
Campione complessivo			
Media	9,34%	8,58%	8,77%
Mediana	8,24%	7,56%	7,69%
Tasso variazione media	8,86%	-2,17%	
Tasso variazione mediana	8,99%	-1,69%	
N. imprese	37.417	37.418	37.409

Da tali comparazioni dimensionali non emergono particolari considerazioni. Tuttavia, possiamo osservare che i valori per ogni categoria sono mediamente inferiori, seppur talvolta di poco, al 10%, evidenziando situazioni sufficienti/buone ma non propriamente brillanti. Essi, complessivamente, evidenziano una ripresa nel 2023 dopo un lieve calo registrato nell'anno precedente (salvo l'eccezione relativa ai valori medi delle grandi aziende). Le aziende di piccole dimensioni mostrano una ripresa più marcata rispetto alle grandi aziende, giustificabile probabilmente dalla notoria flessibilità che le caratterizza soprattutto in termini di efficienza, come capacità di contenere alcune categorie di costo. Infine, se poniamo attenzione sulla differenza tra valori medi e mediani, notiamo che nelle aziende di piccole dimensioni vi è una distribuzione più omogenea dei margini che evidenzia una ripresa più equilibrata tra le aziende di questa categoria, mentre nelle aziende di grande dimensione si evidenzia una maggiore eterogeneità nella ripresa, poiché presumibilmente vi sono alcune aziende con elevati margini ma la maggior parte presentano risultati meno brillanti.

5.2. La composizione dell'area operativa

Nel precedente paragrafo sono stati evidenziati gli andamenti complessivi della redditività operativa e poi approfonditi i principali indicatori di analisi. In questa sezione, invece, l'attenzione sarà concentrata sulla valutazione dell'efficienza nell'impiego dei fattori produttivi nelle attività operative.

L'efficienza è tradizionalmente valutata ponendo in rapporto gli *input* (in termini economici il costo dei fattori produttivi) con misure di *output* (ricavi o unità prodotte). I parametri così calcolati segnalano maggiore efficienza al ridursi del valore dell'indicatore, valorizzando la capacità di un'azienda di minimizzare i consumi per unità di *output*. La stessa dinamica può essere, invece, osservata invertendo la prospettiva per misurare la *produttività* di specifici gruppi di fattori produttivi, calcolando cioè il rapporto fra una misura di *output* e una misura di *input.* Ciò che si osserva è la capacità di un sistema produttivo di generare valore o unità di prodotto/servizio utilizzando una unità di fattore produttivo misurata attraverso parametri fisico-tecnici o economici. Quest'ultimo approccio è di più agevole ed immediata lettura perché all'aumentare dell'indicatore si lega un miglioramento delle condizioni di produttività (e quindi di efficienza) del sistema produttivo.

Con riferimento all'analisi della redditività operativa, è diffusa nella letteratura la classificazione dei costi in relazione alle procedure di acquisizione che isola da un lato i costi esterni (acquisiti, cioè, con il coinvolgimento di soggetti terzi all'azienda) e dall'altro i costi strutturali identificabili nel costo del personale e della struttura produttiva (ammortamenti, e più in generale i costi non monetari). Rimandando ai capitoli del volume specificamente dedicati ai costi del personale (capitolo 8) e alle immobilizzazioni (capitolo 3), di seguito ci si concentrerà sui soli costi esterni e sulla loro produttività. Si utilizzeranno due indicatori di produttività che sono determinati dividendo il Valore della Produzione (Totale A del Conto Economico) rispettivamente per il *consumo di materie* (B.6 + B.11) e dei *costi esterni* (consumo di materie + costi per servizi B.7 + costi per il godimento di beni di terzi B.8)

La Tabella 5.11 espone i dati della produttività delle materie prime, sussidiarie, di consumo e merci, principale categoria di fattori produttivi esterni acquistati ed utilizzati dalle aziende del campione, rapportata al valore della produzione (Totale A), come evidenziato dalla precedente Tabella 5.3.

Per rappresentare al meglio il legame con l'attività di produzione e trasformazione, si è calcolato il cosiddetto *consumo di materie prime, sussidiarie di consumo e merci:* alla voce B.6 che misura il valore acquistato durante l'esercizio è stata sommata algebricamente la voce B.11 che misura la variazione delle rimanenze subita dal magazzino fra l'inizio e la fine dell'esercizio amministrativo. Questo valore permette, infatti, un più omogeneo e coerente confronto con il totale A: si contrappone, infatti, al valore dello "sforzo" produttivo completato nell'esercizio il valore delle materie prime, sussidiarie, di consumo e merci consumate nei processi di trasformazione. I dati presentati nelle Tabelle 5.11, 5.12, 5.13 e 5.14 sono stati determinati escludendo le aziende per le quali non è possibile calcolare l'indicatore per la presenza di *missing values.*

Tabella 5.11 – Indice di produttività del consumo delle materie prime, sussidiarie di consumo e merci in relazione al valore della produzione (valori unitari)

	2023	**2022**	**2021**
Mediana	2,15	2,06	2,11
Tasso di variazione della mediana	4,60%	-2,52%	
N. imprese	35.707	35.717	35.668

Nel biennio 2021-2022 le aziende hanno registrato un aumento piuttosto marcato del valore della produzione che è stato affrontato con un incremento sostanzialmente proporzionale del costo della produzione e, simmetricamente, del costo delle materie prime. L'analisi della produttività non evidenzia, intatti, marcate variazioni durante il triennio, ma si nota una leggera contrazione fra il 2021 e il 2022 (- 2,52%) e un recupero nel 2023 (+ 4,6%).

Questo potrebbe essere, in parte, spiegato dalla dinamica inflattiva e dalla connessa impossibilità di trasferire l'aumento del costo di acquisto dei fattori produttivi ai clienti, dall'esistenza cioè di un *lag* temporale fra quando le aziende subiscono l'effetto dell'aumento dei costi di acquisizione in anticipo e quando riescono a trasferire i "rincari" ai clienti. In tal senso sembra coerente anche la maggiore contrazione del costo della voce B.6 nel 2023 rispetto al calo del valore della produzione complessivo.

Considerando l'eterogeneità merceologica del campione, la tabella 5.12 espone il medesimo indicatore per i settori produttivi in cui può essere suddiviso. I valori fra i settori sono racchiusi in un *range* di variazione contenuto, ma si possono notare alcune peculiarità. In primo luogo, come è lecito attendersi, i livelli più elevati di questo indicatore sono relativi ai settori produttivi dedicati all'erogazione dei servizi in cui il peso ponderale del consumo di tali fattori produttivi è tendenzialmente minore. Inoltre, con la sola eccezione delle "Altre Attività" tutti i settori produttivi analizzati raggiungono il valore massimo della produttività nel 2023. Infine, confermando il trend globale, non si rilevano variazioni molto marcate nel triennio.

Tabella 5.12 – Indice di produttività delle materie prime, sussidiarie di consumo e merci in relazione al valore della produzione, analisi settoriale (mediane, valori unitari)

Settore	**Produttività delle materie prime 2023**	**N. imprese**	**Produttività delle materie prime 2022**	**N. imprese**	**Produttività delle materie prime 2021**	**N. imprese**
Agroalimentare	2,07	2.184	2,04	2.181	1,98	2.184
Altre att. Manifatturiere	2,01	3.691	1,96	3.695	1,93	3.695
Altre attività	1,96	118	2,02	120	1,90	122
Att. Estrattive	2,45	82	2,28	81	2,35	80
Commercio	2,04	9.284	2,02	9.291	1,96	9.284
Costruzioni	2,49	3.577	2,45	3.576	2,36	3.574
Meccanica	2,07	6.282	2,04	6.281	1,97	6.275
Ristorazione e Servizi turistici e culturali	2,45	1.437	2,39	1.435	2,37	1.430
Servizi formativi e per la persona	2,60	251	2,48	251	2,39	246
Servizi operativi	2,25	788	2,16	788	2,17	786
Servizi professionali e ICT	2,58	2.375	2,50	2.377	2,42	2.366
Servizi socio-sanitari	2,44	559	2,33	559	2,30	557
Sistema moda e arredo	2,13	2.054	2,07	2.055	2,01	2.054
Trasporti e Logistica	2,18	1.791	2,14	1.788	2,11	1.785
Utilities e Serv. Ambientali	2,27	1.234	2,21	1.239	2,19	1.230
Totale		**35.707**		**35.717**		**35.668**

La Tabella 5.13, invece, considera l'aggregato più ampio dei costi esterni che somma ai costi legati al consumo di materie quelli per l'acquisizione di servizi dall'esterno e per il godimento di beni di terzi (rispettivamente voci B.7 e B.8 del Conto Economico civilistico). La produttività di questo aggregato conferma la stabilità di tali parametri nel triennio con una variabilità ancor più ridotta.

Tabella 5.13 – Indice di produttività dei costi esterni sul valore della produzione (valori unitari).

	2023	**2022**	**2021**
Mediana	1,36	1,32	1,35
Tasso di variazione della mediana	2,35%	-1,58%	
N. imprese	37.733	37.736	37.711

L'analisi settoriale (Tabella 5.14), ancora una volta, conferma la stabilità temporale e all'interno dei settori. Emerge anche in questa configurazione una migliore produttività mediana nel triennio per le aziende di servizi sebbene le distanze siano molto ridotte.

Tabella 5.14 – Produttività dei costi esterni sul valore della produzione, analisi settoriale

Settore	Produttività dei costi esterni 2023	N. imprese	Produttività dei costi esterni 2022	N. imprese	Produttività dei costi esterni 2021	N. imprese
Agroalimentare	1,34	2.255	1,31	2.254	1,33	2.252
Altre att. Manifatturiere	1,32	3.759	1,29	3.759	1,31	3.759
Altre attività	1,32	127	1,33	128	1,34	128
Att. Estrattive	1,33	83	1,31	83	1,32	82
Commercio	1,33	9.597	1,31	9.600	1,33	9.594
Costruzioni	1,42	4.156	1,39	4.155	1,42	4.149
Meccanica	1,35	6.457	1,31	6.456	1,34	6.454
Ristorazione e Servizi turistici e culturali	1,41	1.561	1,37	1.561	1,38	1.559
Servizi formativi e per la persona	1,44	276	1,44	277	1,42	276
Servizi operativi	1,38	849	1,35	847	1,36	846
Servizi professionali e ICT	1,40	2.778	1,36	2.782	1,39	2.780
Servizi socio-sanitari	1,39	577	1,37	577	1,39	577
Sistema moda e arredo	1,35	2.103	1,32	2.103	1,34	2.102
Trasporti e Logistica	1,34	1.852	1,32	1.852	1,34	1.852
Utilities e Serv. Ambientali	1,36	1.303	1,33	1.302	1,37	1.301
Totale		**37.733**		**37.736**		**37.711**

5.3. Il riflesso dell'area operativa nel capitale circolante

In ottica sistemica, l'analisi dell'area operativa da una prospettiva reddituale deve essere integrata con l'osservazione dei legami che questa ha con la dinamica finanziaria dell'azienda. Le attività di investimento, trasformazione e cessione dei prodotti o servizi hanno infatti un impatto diretto generando afflussi e deflussi di liquidità che condizionano equilibri ed economicità delle aziende. La Tabella 5.15 sintetizza i valori mediani e il valore globale delle voci principali che sono connesse ed influenzate dall'attività operativa. In particolare, dell'attivo dello stato patrimoniale sono state elencate le voci esistenti al termine dell'esercizio amministrativo e che si tramuteranno nel breve periodo in afflussi di moneta (in particolare le rimanenze di prodotti e i crediti di natura commerciale v/clienti) e le voci debitorie che sono connesse all'attività di acquisizione dei fattori produttivi (acconti, Debiti v/fornitori). Queste costituiscono le principali componenti del capitale circolante netto operativo (CCNO), configurazione di capitale che rappresenta per l'azienda un indicatore di cruciale importanza per stimare la capacità di generare flussi di liquidità nel breve periodo, circoscrivendo tale analisi alla dinamica dell'attività tipica ed operativa. Il CCNO si determina contrapponendo gli elementi positivi dell'attivo patrimoniale (i crediti di regolamento e di natura commerciale e il magazzino) che generano nel breve periodo l'afflusso di liquidità e agli elementi negativi costituiti dai debiti di matrice commerciale che, invece, daranno vita al deflusso di liquidità nel medesimo lasso di tempo. Risultano, cioè, esclusi da tale analisi le componenti positive e negative di finanziamento.

Le aziende del campione presentano una composizione dell'attivo che è in misura predominante rappresentata da elementi dell'attivo circolante. Questa macroclasse, infatti, rappresenta oltre il 55% del capitale investito dalle aziende del campione mentre il valore mediano si colloca su valori più elevati fino a giungere al 72,24% nel 2022. Analizzando più nel dettaglio, si evidenzia il peso delle due principali categorie. Le rimanenze rappresentano circa il 14% dell'intero capitale investito mentre i crediti, complessivamente considerati pesano per circa il 28% (28,81% nel 2023). Le rimanenze sono in crescita nel triennio e, similmente a quanto detto in precedenza, questo potrebbe essere in parte dovuto all'incremento dei prezzi dei fattori produttivi avutosi nel 2022, anno in cui la mediana cresce del 17,28%. Il "magazzino" delle aziende italiane, infine, risulta in modo rilevante rappresentato dalle rimanenze di produzione (prodotti in corso e prodotti finiti).

Tabella 5.15 – Componenti principali del CCNO.

euro/000		2023	% Attivo	2022	% Attivo	2021	% Attivo
ATTIVO CIRCOLANTE	Totale	1.105.086.391	57,86%	1.051.453.303	62,31%	942.165.418	55,84%
	Mediana	11.054	65,16%	10.914	72,24%	9.902	65,55%
TOTALE RIMANENZE	Totale	277.895.302	14,55%	269.347.949	14,77%	221.733.282	13,14%
	Mediana	1.588	9,36%	1.622	9,85%	1.383	9,15%
	N. imprese	37.810					
Materie prime	Totale	61.215.028	3,21%	63.555.722	3,48%	52.622.470	3,12%
	Mediana	8	0,05%	8	0,05%	7	0,05%
	N. imprese	37.766					
Prodotti semilav./in corso	Totale	35.209.408	1,84%	34.361.275	1,88%	29.359.596	1,74%
	Mediana	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
	N. imprese	37.766					
Lavori in corso	Totale	52.600.859	2,75%	47.721.865	2,62%	40.687.335	2,41%
	Mediana	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
	N. imprese	37.766					
Prodotti finiti	Totale	124.828.565	6,54%	119.446.707	6,55%	95.068.548	5,63%
	Mediana	303	1,79%	308	1,87%	275	1,82%
	N. imprese	37.766					
TOTALE CREDITI	Totale	550.219.008	28,81%	516.435.067	28,31%	455.850.591	27,02%
	Mediana	5.411	31,90%	5.449	33,09%	.4891	32,38%
	N. imprese	37.810					
Cred. vs Clienti	Totale	338.205.797	17,71%	306.174.982	16,79%	276.980.872	16,41%
	Mediana	3.426	20,20%	3.547	21,54%	3.232	21,39%
	N. imprese	37.810					
TOTALE DEBITI	Totale	942.137.978	49,33%	912.733.045	50,04%	838.090.230	49,67%
	Mediana	7.815	46,07%	8.168	49,59%	7.580	50,17%
	N. imprese	37.810					
Fornitori	Totale	277.113.826	14,51%	284.840.431	15,62%	257.311.895	15,25%
	Mediana	2.672	15,75%	2.783	16,90%	2.565	16,98%
	N. imprese	37.810					

I crediti v/clienti, componente principale dei crediti di regolamento rappresentati nell'attivo circolante sono, anche essi, in costante crescita nel triennio in armonia con la dinamica dei ricavi delle vendite e delle prestazioni registrato nel periodo di indagine. Va però evidenziato che, se da un lato l'ammontare dei crediti v/clienti globale ha un trend positivo, il valore mediano di questi si contrae nel 2023 segnando un valore assoluto di 3,4 milioni di euro, in diminuzione del 3,4% rispetto all'anno precedente.
Nel passivo, in particolare, il valore dei debiti v/fornitori rappresenta il 14,51% del totale del passivo e registra un andamento contrastato perché segna una crescita nel 2022 e una leggera contrazione nel 2023 (si veda la Tabella 5.16 per le variazioni delle voci elencate).

Tabella 5.16 – Componenti principali del CCNO. Tassi di variazione nel triennio

		2023/2022	2022/2021
ATTIVO CIRCOLANTE	Totale	5,10%	11,60%
	Mediana	1,28%	10,22%
	N. imprese	37.810	
TOTALE RIMANENZE	Totale	3,17%	21,47%
	Mediana	-2,10%	17,28%
	N. imprese	37.810	
Materie prime	Totale	-3,68%	20,78%
	Mediana	0,00%	14,29%
	N. imprese	37.766	
Prodotti semilav./in corso	Totale	2,47%	17,04%
	Mediana		
	N. imprese	37.766	
Lavori in corso	Totale	10,22%	17,29%
	Mediana		
	N. imprese	37.766	
Prodotti finiti	Totale	4,51%	25,64%
	Mediana	-1,62%	12,00%
	N. imprese	37.766	
TOTALE CREDITI	Totale	6,54%	13,29%
	Mediana	-0,70%	11,41%
	N. imprese	37.810	
Cred. vs Clienti	Totale	10,46%	10,54%
	Mediana	-3,41%	9,75%
	N. imprese	37.810	
TOTALE DEBITI	Totale	3,22%	8,91%
	Mediana	-4,32%	7,76%
	N. imprese	37.810	
Fornitori	Totale	-2,71%	10,70%
	Mediana	-3,99%	8,50%
	N. imprese	37.810	

Complessivamente, è possibile comprendere e misurare il contributo che la gestione tipica dona alla dinamica finanziaria attraverso il calcolo del valore assoluto – lo *stock* – del CCNO.
La Tabella 5.17 presenta il valore del CCNO nel triennio. Il risultato può essere letto da una duplice prospettiva. Da un lato le aziende dimostrano la capacità di generare attraverso l'attività operativa un flusso di risorse finanziare in ingresso. Rilevante, infatti, la crescita segnata nel 2022 (+ 38%) seguita poi dal consolidamento avuto nel 2023 (+ 1,98%). Questo risultato deve essere letto anche in relazione ai dati della composizione della liquidità. Le aziende del campione dispongono di disponibilità liquide rilevanti pari, in media a circa 4 milioni di euro (incidenza pari al 7,9% della media del totale attivo).Per ulteriori dettagli si rimanda alla Tabella7.17 del presente volume. Dall'altro lato la crescita del CCNO potrebbe segnalare un "rallentamento" nelle fasi di incasso. E questo trova una conferma nella contrazione del valore mediano delle disponibilità liquide (-8% fra il 2021 e il 2022) e la stabilità nel biennio successivo.

Tabella 5.17 – Il CCNO: valore globale e tassi di variazione nel triennio

euro/000	2023	2022	2021
Totale	152.996.261	150.020.502	108.359.051
Tasso variazione	1,98%	38,45%	

5.3.1. I costi non monetari e il legame con la dinamica finanziaria delle aziende

La dizione di costi non monetari ricomprende una categoria di valori piuttosto peculiare che deve essere analizzata per interpretare gli effetti che si riverberano sulla dinamica finanziaria delle aziende. Da una prospettiva esclusivamente reddituale, infatti, questi rappresentano la 'dimensione' dell'utilità ceduta dai fattori produttivi immobilizzati a seguito della loro partecipazione all'attività produttiva e/o dell'impatto attualizzato di eventi che si manifesteranno nel futuro, in applicazione dei principi della competenza economica e della prudenza nella redazione del bilancio civilistico.

Da una prospettiva finanziaria e monetaria, invece, questi rappresentano una categoria peculiare. Nascono, infatti, da attività di stima realizzate in fase di redazione del bilancio e non danno luogo a variazioni di liquidità durante l'esercizio ma riducono il risultato dell'esercizio (e quello operativo). In modo implicito, essi rappresentano una riserva di valore che facilita e partecipa ai processi di rinnovo degli asset.

Pur se tale grandezza non è direttamente desumibile dal conto economico ex art. 2425 c.c., si può agevolmente calcolare il valore come la sommatoria delle voci ammortamenti e svalutazioni, accantonamenti per rischi e altri accantonamenti (rispettivamente B.10, B.12 e B.13).

Tabella 5.18 – I costi non monetari

euro/000	2023	2022	2021
Mediana	403	380	349
Tasso variazione mediana	6,19%	8,74%	

La tabella precedente sintetizza l'evoluzione di tali importi. Come si evince il valore è in aumento nei valori mediani nel triennio con valori sostanzialmente stabili. Ricollegandoci ai dati di dettaglio esposti in precedenza, l'incremento del valore di tale aggregato è in gran parte ascrivibile al movimento dei valori degli ammortamenti e delle svalutazioni. Questi crescono in linea anche (si veda in tal senso il cap. 3) con l'espansione del valore complessivo e mediano delle immobilizzazioni tecniche a disposizione delle aziende.

Se i dati delle precedenti Tabelle 5.15 e 5.17 ci permettono di apprezzare l'evoluzione nel triennio e la dimensione del CCNO del campione, è possibile osservare questo aspetto valorizzando e descrivendo il contributo che la gestione operativa fornisce a tale grandezza attraverso il calcolo del flusso di CCNO. Questo è dato dalla somma del valore del risultato economico dell'esercizio cui si sommano il valore dei costi non monetari (che rappresentano, di fatto, quote di liquidità trattenute in azienda poiché alla riduzione del risultato netto non si accompagna una uscita di liquidità) e si sottraggono gli incrementi di valore connessi allo sviluppo interno di immobilizzazioni (che rappresentano quote del valore della produzione che non hanno però un riflesso diretto sulla liquidità attuale o futura). Il valore così determinato permette di stimare il contributo che la gestione fornisce attraverso l'esecuzione delle attività produttive.

Emerge una situazione di crescita del valore nel triennio. Le aziende del campione, infatti, hanno un flusso di CCNO crescente (mediana) del 13,15% nel 2022 e del 4,64% nel 2023 attestandosi a 1,11 milioni di euro. Questa dinamica può essere considerata come la conseguenza una gestione operativa in grado di garantire un flusso di valore che aiuta e supporta l'economicità aziendale e la capacità di sostenere il fabbisogno di finanziamento delle aziende. Va però evidenziato che la crescita può essere in parte legata al rallentamento delle fasi di incasso e se protratta nel tempo, infatti, può divenire un fattore negativo e di compressione della liquidità.

Tabella 5.19 – Flusso di Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)

euro/000	2023	2022	2021
Mediana	1.117	1.067	943
Tasso variazione mediana	4,64%	13,15%	

Nell'analisi dei legami fra gestione finanziaria e attività operativa è necessario osservare anche la durata del magazzino. Attraverso la costruzione di opportuni indici, è infatti possibile stimare il tempo di giacenza media

(in giorni) dei diversi elementi che lo compongono[30]. Il primo, la giacenza media delle materie è dato dal rapporto fra il magazzino materie desumibile dallo Stato Patrimoniale diviso il valore del consumo di materie (tutto poi moltiplicato per 365); il secondo invece considera gli elementi del magazzino della produzione. Questo è calcolato come rapporto fra la giacenza media del magazzino prodotti semilavorati e in corso e i prodotti finiti (C.I.2 + C.I.4) e il costo del venduto poi moltiplicato per 365.
Prima di procedere all'analisi, è opportuno evidenziare come i dati esposti nella Tabella 5.20 siano di difficile interpretazione. La combinata presenza di *missing values* e di valori pari a 0 rendono, di fatto, il valore mediano non indicativo. Allo stesso modo, si è coscienti che selezionando la media si è sottoposti alla presenza di valori *outlier* che influenzano il calcolo. Inoltre, l'eterogeneità del campione incide ulteriormente in tal senso. La presenza, infatti, nello stesso aggregato di aziende industriali e di aziende di servizi, per le quali il peso del magazzino è evidentemente meno rilevante o sostanzialmente nullo, condiziona ulteriormente i valori.
Ciò premesso, è possibile evidenziare alcuni *trend* piuttosto chiari. Da un lato, le aziende hanno ridotto in modo vistoso la durata del magazzino delle materie prime. Confermando le indicazioni emerse in precedenza, le aziende sottoposte alla pressione dei prezzi in aumento rispetto al 2021 hanno utilizzato in modo più incisivo il magazzino e hanno, ragionevolmente, optato per ridurre le quantità disponibili optando per cicli di acquisto più veloci. Trend opposto, invece, si ha per il magazzino della produzione. La giacenza media aumenta nel triennio. Complessivamente però la durata del magazzino ha un comportamento contrastato.

Tabella 5.20 – Giacenza media delle rimanenze, per categoria

		2023	2022	2021
Giacenza media magazzino materie (gg)	Media	116,0	135,2	241,4
	Mediana	2,6	2,6	2,6
	Tasso variazione media	-14,2%	-44,0%	
	Tasso variazione mediana	-2,4%	0,6%	
Giacenza media magazzino produzione (gg)	Media	198,4	141,1	127,4
	Mediana	14,1	14,2	14,3
	Tasso variazione media	40,6%	10,8%	
	Tasso variazione mediana	-0,6%	-0,9%	
Durata magazzino (gg)	Media	314,4	276,3	368,8
	Mediana	16,7	16,8	16,9
	Tasso variazione media	40,6%	10,8%	
	Tasso variazione mediana	-0,6%	-0,9%	

Infine, per apprezzare l'influenza sistemica che la gestione operativa ha sulla dinamica finanziaria e monetaria delle aziende è opportuno calcolare e commentare la durata media dei crediti e dei debiti commerciali. L'equilibrio monetario è, infatti, condizionato dalla capacità delle aziende di "trasformare" i ricavi connessi alla vendita in afflussi di moneta nel minor tempo possibile e di ottenere dilazioni di pagamento adeguate specialmente dai fornitori di fattori produttivi. I dati mediani che emergono dalla analisi sono di tutto interesse. In primo luogo, emerge con chiarezza la capacità delle aziende studiate di avere, mediamente, una durata dei crediti commerciali più breve rispetto alla durata media dei debiti. Osservando i dati 2023, infatti, le imprese osservate presentano una durata mediana dei crediti che è circa 8 giorni inferiore rispetto a quello dei debiti. Emerge poi un'ulteriore considerazione: i valori sono in contrazione. Le aziende, cioè, stanno vedendo accorciarsi il tempo medio di pagamento dei debiti commerciali ma allo stesso stanno riuscendo a controbilanciare ottenendo incassi più rapidi. Questo, complessivamente osservato, rappresenta un elemento positivo e che contribuisce al generale equilibrio finanziario aziendale. Una possibile spiegazione di questa condizione di "vantaggio" risiede nella caratteristica del campione selezionato che racchiude le aziende più grandi del nostro Paese che – si può supporre – hanno un potere contrattuale più forte che permette loro di accedere a condizioni commerciali favorevoli.

[30] Cfr. per entrambi gli indici Marchi, L., Paolini, A., Quagli, A., Strumenti di analisi gestionale. Il profilo strategico V edizione, Torino, Giappichelli Editore, 2019.

Tabella 5.21 – Durata media dei crediti e dei debiti al lodo IVA (dati espressi in giorni)

		2023	2022	2021
Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)	Media	86,9	88,7	93,1
	Mediana	74,8	77,5	81,9
	Tasso variazione media	-2,0%	-4,7%	
	Tasso variazione mediana	-3,5%	-5,3%	
Durata media dei debiti al lordo IVA (gg)	Media	93,5	94,1	99,9
	Mediana	82,9	84,2	90,9
	Tasso variazione media	-0,6%	-5,9%	
	Tasso variazione mediana	-1,4%	-7,4%	
Durata Ciclo Commerciale (gg)	Media	307,8	270,9	361,9
	Mediana	8,5	10,2	7,9
	Tasso variazione media	-0,6%	-5,9%	
	Tasso variazione mediana	-1,4%	-7,4%	

5.4. Aspetti gestionali

L'analisi dell'area operativa può palesare anche considerazioni gestionali legate alla diversa struttura dei costi prevalentemente definita dalla prevalenza tra costi fissi e costi variabili. Sebbene tale distinzione di costi sia prerogativa della contabilità analitica, che distingue i costi in base al loro comportamento al variare di un *driver* (generalmente la quantità di produzione), essa in termini più approssimati può essere rilevata anche dalla lettura del conto economico, considerando variabili principalmente i costi per i consumi delle materie prime e i costi per servizi. La prevalenza dei costi variabili se da un lato conferisce maggiore flessibilità all'azienda, dall'altro lato è il riflesso della tipologia di produzione: a titolo esemplificativo le aziende su commessa, come vedremo nel proseguo, si presentano più rigide rispetto alle aziende che producono in serie. In questo paragrafo si affrontano in particolare due problematiche: le caratteristiche delle aziende che producono su commessa e la leva operativa presente nelle aziende italiane, con un confronto settoriale.

5.4.1. Le aziende che operano su commessa

Nelle aziende che producono su commessa la realizzazione dei beni o servizi avviene in risposta a ordini specifici dei clienti, conferendo al modello produttivo caratteristiche ben diverse dalle aziende con una produzione di massa e standardizzata.

Le aziende del nostro campione che presentano nel bilancio 2023 "lavori in corso di lavorazione" maggiori o uguali a zero, risultano 3.534, pari a poco meno del 10% del campione.

Attraverso tale distinzione abbiamo individuato, a fini comparativi, due sottocampioni, relativi alle "aziende che operano per il magazzino" e alle "aziende che operano su commessa", di cui nella Tabella 5.22 si riportano i dati principali

Tabella 5.22 – Indicatori mediani per le imprese che operano sul magazzino e su commessa

euro/000	2023	2022	2021	Tasso di variazione 2023/2022	Tasso di variazione 2022/2021
Imprese che operano per il magazzino					
Ricavi vendite e prestazioni	16.648	16.348	14.370	1,84%	13,77%
Altri ricavi	303	300	241	1,00%	24,48%
Risultato operativo	796	694	580	14,70%	19,66%
EBITDA	1.343	1.210	1.062	10,99%	13,94%
Redditività del totale attivo (ROI Lordo) (%)	5,21	4,8	4,44	8,54%	8,11%
Redditività delle vendite (ROS) (%)	4,8	4,38	4,22	9,59%	3,79%
Totale immobilizzazioni	3.774	3.605	3.418	4,69%	5,47%
Totale attivo	16.341	15.965	14.713	2,36%	8,51%
Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)	72,48	74,74	79,72	-3,02%	-6,24%
Durata media dei debiti al lordo IVA (gg)	80,3	81,25	88,23	-1,17%	-7,91%
Rotaz. cap. investito (volte)	1,06	1,08	1,01	-1,85%	6,93%
Lavori in corso su ordinazione	0	0	0		
Crediti v/clienti	3.357	3.475	3.167	-3,40%	9,74%
Debiti v/fornitori	2.618	2.726	2.481	-3,96%	9,88%
Leva operativa	0,31	0,28	0,31	10,71%	-9,68%
Imprese che operano su commessa					
Ricavi vendite e prestazioni	19.462	19.095	16.342	1,92%	16,85%
Altri ricavi	412	384	317,5	7,29%	20,94%
Risultato operativo	1.021	871	687	17,22%	26,78%
EBITDA	1.639	1.447	1.263	13,27%	14,53%
Redditività del totale attivo (ROI Lordo) (%)	5,44	4,89	4,36	11,25%	12,16%
Redditività delle vendite (ROS) (%)	4,94	4,4	4,13	12,27%	6,54%
Totale immobilizzazioni	3.905	3.632	3.434	7,52%	5,77%
Totale attivo	24.489	23.085	20.089	6,08%	14,92%
Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)	100,5	107,5	105	-6,47%	2,31%
Durata media dei debiti al lordo IVA (gg)	111	114,1	115,8	-2,66%	-1,50%
Rotaz. cap. investito (volte)	0,88	0,84	0,81	4,76%	3,70%
Lavori in corso su ordinazione	1499	1389	1084	7,88%	28,14%
Crediti v/clienti	4.160	4.321	3.857	-3,74%	12,04%
Debiti v/fornitori	3.270	3.289	3.500	-0,58%	-6,03%
Leva operativa	0,42	0,42	0,46	0,00%	-8,70%

Nel triennio le aziende che lavorano su commessa presentano valori mediani del fatturato più elevati delle aziende che lavorano per il magazzino, con tassi di crescita positivi, pur con un evidente rallentamento nell'ultimo anno. Ciò potrebbe anche essere consequenziale alle numerose iniziative post-Covid volte a rilanciare alcuni settori, come l'edilizia. La crescita del fatturato si riflette anche su tutti i margini reddituali considerati (reddito operativo ed EBITDA) amplificando il trend positivo: i margini reddituali, e in particolar modo il risultato operativo, crescono in modo più evidente, e ciò potrebbe essere imputato ad una maggiore efficienza nelle aziende che lavorano su commessa. Il gap positivo nei margini reddituali a favore delle aziende che producono su commessa, viene in parte vanificato quando passiamo ad esaminare gli indici di redditività, considerato il maggiore capitale con cui generalmente operano le aziende che operano su commessa (si vedano i valori del totale attivo nella tabella 5.22). Infatti, il ROI non presenta valori particolarmente divergenti tra i due gruppi di aziende (seppur leggermente superiore per le aziende che lavorano su commessa negli ultimi due anni); mentre riguardo ai tassi di crescita di questo indicatore, i due sottogruppi presentano valori che fanno emergere una situazione decisamente migliore per le aziende che producono su commessa: ciò significa che queste hanno migliorato la loro capacità di generare utile operativo rispetto gli investimenti fatti più delle aziende che lavorano per il magazzino. Questo diverso andamento nella crescita del ROI si può spiegare con l'esame degli indicatori che lo compongono. Da un lato il ROS, che pur presentando valori leggermente più bassi del ROI, nel triennio ricalca perfettamente l'andamento di

questo indicatore in entrambe le tipologie di aziende. In riferimento ai tassi di crescita, le aziende che lavorano per il magazzino presentano tassi di crescita del ROI pressoché costanti ma in riferimento al ROS nel 2023 mostrano un incremento decisamente maggiore rispetto a quello dell'anno precedente, che dimostra un netto miglioramento nella loro capacità di trasformare le vendite in profitto, soprattutto attraverso un efficientamento dei costi (dati i valori del fatturato).
Dall'altro lato, anche il tasso di rotazione del capitale investito contribuisce a spiegare l'andamento del ROI: infatti le aziende che operano per il magazzino presentano, come è ragionevole attendersi e nonostante una leggera riduzione registrata nel 2023, una più alta rotazione del capitale investito, che indica una migliore efficienza del capitale poiché esso viene riutilizzato più volte per generare ricavi.
Pertanto, sembrerebbe auspicabile che per recuperare la crescita del ROI le aziende che producono su commessa debbano migliorare l'utilizzo del capitale investito, aumentandone la produttività, strada che peraltro sembra in parte intrapresa, visto che le aziende di questo sub aggregato segnalano nel triennio esaminato un percorso di crescita che incrementa il tasso di rotazione del capitale investito, pari a +3,70% nel 2022 e + 4,76% nel 2023.
Le risultanze favorevoli in termini reddituali si riflettono anche in riferimento alla gestione finanziaria: i due gruppi di aziende presentano una situazione fisiologica con una durata media dei debiti maggiore di quella dei crediti. Ciò nonostante, le aziende che lavorano su commessa presentano un ciclo finanziario più dilatato rispetto alle aziende che operano per il magazzino. Ciò potrebbe far propendere per una situazione finanziaria peggiore per le aziende che producono su commessa rispetto a quelle che producono per il mercato. Infatti il gap tra queste due categorie di aziende in termini di importo medio dei crediti e dei debiti risulta decisamente maggiore per le prime che per le seconde. Le aziende che operano su commessa presentano crediti di importo mediamente superiore rispetto a quelli delle aziende che operano per il mercato ed essi vengono incassati più lentamente, poiché i pagamenti dipendono da avanzamenti di progetto e milestone contrattuali; mentre la maggiore dilazione dei pagamenti potrebbe essere determinata dalla maggior forza contrattuale delle aziende che operano su commessa.
Tuttavia, si segnala che per entrambe le categorie di aziende i tempi di durata sia dei crediti che dei debiti tendono progressivamente a ridursi nel corso del triennio.

5.4.2. La leva operativa

Alla diversa struttura dei costi, caratterizzata da una diversa prevalenza di costi fissi o variabili si lega il diverso grado di leva operativa che esprime la sensibilità del risultato operativo al variare del fatturato. Essa, infatti, tradizionalmente si determina come variazione percentuale del risultato operativo rispetto ad una variazione percentuale di fatturato, oppure in modo più analitico come rapporto tra margine di contribuzione (differenza tra fatturato e costi variabili) e risultato operativo. Tale indicatore dipende dalla prevalenza di costi fissi e costi variabili, poiché una leva operativa alta che evidenzia un'alta reazione dell'utile operativo alla variazione dei ricavi si ha in presenza di prevalenza dei costi fissi sui variabili. Al contrario, quando a prevalere sono i costi variabili si ha una leva operativa bassa. La presenza di una leva operativa alta o bassa non può essere valutata in modo aprioristico, prescindendo dalla domanda del mercato: infatti un'azienda con leva operativa elevata ha un potenziale di crescita alto ma al contempo presenta un rischio maggiore in caso di contrazione della domanda, poiché in presenza di costi fissi prevalenti in questo caso il risultato operativo diminuirà in modo più rilevante; al contrario, un'azienda con leva finanziaria bassa ha un minore potenziale di crescita in caso di aumento della domanda, perché non potrà beneficiare dei maggiori rendimenti marginali dei costi fissi, ma un rischio minore in caso di contrazione della domanda, poiché la prevalenza dei costi variabili consentirà di calmierare la riduzione del fatturato con un maggior risparmio dei costi.
Partendo dall'analisi del conto economico, per semplicità, abbiamo analizzato la leva operativa, più direttamente attraverso il rapporto tra costi fissi e costi variabili, ove all'aumentare di questo rapporto, aumenta anche la leva operativa.
Poiché la distinzione tra costi variabili e costi fissi è prettamente gestionale, attingendo ai dati del conto economico abbiamo approssimato i costi variabili alle voci B.6, B.7, B.11 e i costi fissi i restanti costi dell'aggregato B. Nelle tabelle di seguito si riportano i valori mediani ritenuti più significativi rispetto ai valori medi per la presenza di molti *outlier*, che possono inficiare l'interpretazione dell'indicatore.

Poiché la leva operativa è strettamente legata alla struttura dei costi e questa è condizionata dal business in cui opera l'azienda, nella tabella seguente si svolge una comparazione settoriale.

Tabella 5.23 – Leva operativa per i settori produttivi (valori mediani)

Settore	**Leva operativa 2023**	**N. imprese**	**Leva operativa 2022**	**N. imprese**	**Leva operativa 2021**	**N. imprese**
Agroalimentare	0,29	2.254	0,28	2.251	0,3	2.248
Altre att. Manifatturiere	0,28	3.759	0,26	3.758	0,28	3.758
Altre attività	0,26	126	0,26	126	0,27	126
Att. Estrattive	0,32	83	0,3	83	0,33	82
Commercio	0,29	9.590	0,27	9.586	0,3	9.584
Costruzioni	0,4	4.133	0,38	4.131	0,41	4.118
Meccanica	0,3	6.454	0,28	6.453	0,3	6.449
Ristorazione e Servizi turistici e culturali	0,4	1.557	0,38	1.559	0,4	1.552
Servizi formativi e per la persona	0,45	276	0,43	277	0,41	274
Servizi operativi	0,35	847	0,33	846	0,35	843
Servizi professionali e ICT	0,41	2.763	0,38	2.767	0,42	2.757
Servizi socio-sanitari	0,38	577	0,36	577	0,38	577
Sistema moda e arredo	0,3	2.103	0,28	2.103	0,3	2.099
Trasporti e Logistica	0,32	1.852	0,31	1.852	0,32	1.852
Utilities e Serv. Ambientali	0,34	1.297	0,32	1.298	0,36	1.297

In linea con le aspettative, i settori che presentano una leva operativa più contenuta, poco inferiore allo 0,3, e quindi una struttura dei costi più flessibile sono i settori industriali e manifatturieri (presenti nelle prime tre righe della tabella), nonché il settore commerciale. Valori tra 0,3 e 0,35 si hanno per le attività estrattive, il settore meccanico, il sistema moda e arredo, nonché aziende di servizi (quali servizi operativi, trasporti e logistica e utilities e servizi ambientali); dal 0,36 a 0,4 il settore delle costruzioni e altre società di servizi che richiedono investimenti capital-intensive o investimenti in personale qualificato, come la ristorazione e servizi turistici e culturali e servizi socio-sanitari. Valori della leva operativa oltre lo 0,4, in cui quindi si ha un tendenziale bilanciamento tra costi fissi e costi variabili, si hanno in quei settori tecnologici, come servizi professionali e ICT nonché il già citato settore "Servizi formativi e alla persona", che richiedono probabilmente ingenti investimenti in tecnologia e risorse umane: le aziende, quindi appartenenti a tali settori presentano, più delle altre, una maggiore sensibilità della redditività ai volumi di vendita.
In tutti i settori la leva operativa nel triennio non ha subito significativi cambiamenti e il massimo della variazione è stata la costante crescita di 2 punti ogni anno registrata progressivamente nel triennio dal settore "servizi formativi e per la persona", che accoglie principalmente le aziende dedite ai servizi per l'istruzione, cura della persona e del benessere che appare essere anche il settore con la maggiore leva operativa. Ciò potrebbe anche essere imputabile al fatto che generalmente le aziende per servizi, soprattutto comparativamente alle aziende industriali, i costi variabili legati alla componente "materie" sono più bassi.
I valori in Tabella 5.24 denotano nel triennio una relativa stabilità della leva operativa, con un calo nel 2022 poi pienamente recuperato nell'anno successivo. Questi valori, sebbene leggermente altalenanti, ci fanno pensare ad una leva operativa sostenuta che ha consentito di ben fronteggiare il prospettato rallentamento della domanda del 2023, esercizio in cui a fronte di una crescita del fatturato del 2,07% (Tabella 5.2), il risultato operativo è aumentato del 15% (Tabella 5.5).

Tabella 5.24 – Leva operativa

	2023	**2022**	**2021**
Mediana	0,32	0,3	0,32
Tasso variazione mediana	7,43%	-7,80%	

5.5. Riflessioni di sintesi

L'analisi dei dati delle performance dell'attività produttiva delle aziende italiane presentata nelle pagine precedenti permette di formulare un giudizio sullo stato di salute di queste e, per estensione, del sistema economico nazionale. La redditività operativa, infatti, focalizza sull'insieme delle attività caratteristiche svolte dall'azienda, attività che le permettono di creare valore per sé e per l'ampio insieme di stakeholder.

Emerge, in primo luogo, una dinamica comune a pressoché ogni aspetto indagato. Il confronto dei dati nel primo biennio, infatti, evidenzia il marcato rafforzamento degli indicatori a segnalare il definitivo superamento della fase pandemica e il ritorno ad una normalità che però, come è noto, è stata intaccata dalle tensioni internazionali che hanno condizionato i mercati reali e finanziari e indotto una spirale inflattiva. I valori del biennio successivo, 2022-23, infatti, sono spesso più contrastati e si nota in diversi ambiti un arretramento nei valori. Questo andamento contrastato è primariamente riconducibile al movimento dei ricavi delle vendite e delle prestazioni e dal più complessivo valore della produzione, dinamica che si è riflessa in modo sostanzialmente simmetrico e similare anche sull'aggregato dei costi della produzione. Le aziende hanno, cioè, visto nel 2023 contrarsi nel valore assoluto i ricavi ma, dimostrando una adeguata elasticità ed efficienza produttiva, hanno mantenuto adeguati profili di redditività, come testimoniato dal valore crescente del ROI lordo e degli indici in cui questo può essere scomposto. Pur se i valori degli indici non sono particolarmente elevati, la crescista segnata da questi in momenti di contrazione del volume dei ricavi testimonia una adeguata capacità di adattamento alle pressioni esogene e alle fluttuazioni della domanda. Queste capacità di adattamento, dall'analisi, sembrano essersi dispiegate in modo massiccio con riferimento alla gestione delle giacenze di magazzino e, parallelamente, dei processi di acquisto dei fattori produttivi e di gestione del disinvestimento, ove è più elevata la flessibilità nel breve e nel brevissimo periodo.

Infine, osservando i riflessi che l'attività operativa ha avuto sulla gestione finanziaria, si nota un trend di crescita del CCNO. Le aziende hanno, infatti, globalmente generato flussi di capitale circolante derivanti dall'attività operativa in aumento: la crescita così rilevante registrata fra il 2021 e il 2022 può essere ascritta al "rimbalzo" avuto grazie alla definitiva uscita dalla pandemia mentre l'ulteriore incremento può essere segnaletico di una difficoltà nella capacità di generare liquidità.

Osservandone la dinamica da una prospettiva reddituale che valorizza e ci fa comprendere il contributo che la dinamica operativa fornisce alla formazione del capitale circolante, si può comprendere come una quota dell'incremento del CCNO sia ascrivibile alla crescita dei redditi netti delle aziende del campione. Tale dinamica dovrà essere adeguatamente monitorata dalle aziende del campione per mantenere adeguate condizioni di economicità e di sostenibilità nel medio-lungo periodo, poiché l'incremento protratto del CCNO diviene una condizione negativa che segnala la riduzione dell'afflusso di liquidità in azienda. Il giudizio sul sistema è quindi globalmente positivo anche se, alla luce del complesso scenario nazionale ed internazionale, permangono degli elementi di rischio. In particolare, la redditività del capitale investito nell'attività caratteristica, che non registra valori (medi e mediani) pienamente soddisfacenti, crea per le aziende un rischio potenziale legato al costo del debito e alla possibile inversione della leva finanziaria. Infine, la gestione dell'efficienza nell'acquisto e nell'utilizzo dei fattori produttivi e la gestione attenta delle politiche di magazzino paiono di cruciale importanza per il mantenimento di condizioni sostenibili di economicità.

6. IL PATRIMONIO NETTO

Alberto Quagli

6.1. Il peso del patrimonio netto e delle sue componenti

Il patrimonio netto è una fondamentale fonte di finanziamento e nel nostro Paese è diffusa la sensazione che sia piuttosto scarsa, che le imprese siano sottocapitalizzate. Il dato complessivo sembrerebbe smentire questo luogo comune. In effetti, nel complesso delle 37.810 imprese, risulta che il patrimonio netto ha rappresentato nel triennio una percentuale che si attesta tra il 43% e il 45% del totale del capitale investito, con tassi di crescita tra il 2021 e il 2023 di tutto rilievo, di oltre il 7% annuo.

Tabella 6.1 – Incidenza del patrimonio netto sul capitale investito[31]

euro/000	2023	% Passivo	2022	% Passivo	2021	% Passivo
TOTALE	848.813.432	44,44%	790.691.853	43,35%	736.369.406	43,64%

Tabella 6.2 – Tassi di variazione del patrimonio netto nel triennio

	2023/2022	2022/2021
TOTALE	7,35%	7,38%

Tuttavia, si rende necessaria un'analisi più attenta, scomponendo il patrimonio netto in tre classi di valori che hanno genesi ben diversa, date dal:

- capitale "di apporto", ossia le risorse conferite dai soci attingendo alla loro risorse personali. Tale grandezza è determinabile come somma del capitale sociale, della riserva sovraprezzo e, con il segno negativo, della riserva per acquisto azioni proprie. Potrebbero anche essere incluse nella voce "altre riserve" altre forme di apporto da parte dei soci, quali, ad esempio, la riserva per futuri aumenti di capitale o di versamenti in conto capitale; tuttavia, non essendo queste ultime distinguibili negli schemi di bilancio e considerata la marginalità del fenomeno, l'intera voce "altre riserve" è stata considerata come componente di capitale autogenerato;
- capitale "da valutazione", che raccoglie le riserve che si movimentano per effetto diretto di alcune valutazioni relative a voci specifiche. Rientrano infatti nel concetto di valutazioni la riserva di rivalutazione, oggetto di molte attenzioni negli anni del Covid, e la riserva per valutazione di strumenti finanziari derivati di tipo cash flow hedge (voce VII del passivo patrimoniale nello schema civilistico);
- capitale "autogenerato", dato dagli utili dell'esercizio e dagli utili accantonati negli anni precedenti e compresi nelle altre voci dello schema di bilancio civilistico che si trovano nel patrimonio netto, quali riserva legale, riserva statutaria, utili(perdite) portate a nuovo, risultato economico di esercizio e dalle "altre riserve", per quanto quest'ultima voce possa includere grandezze riconducibili tanto al capitale di apporto (come prima accennato), quanto al capitale autogenerato (come nel caso della riserva per plusvalori di partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto o la riserva per accantonamento di differenze nette positive di cambi).

Le tre grandezze assumono un significato importante, che permette di scandire il patrimonio netto in funzione della fonte, rispettivamente date da:

- il conferimento di risorse dal patrimonio personale dei soci,
- la stima di plus/minusvalenze potenziali, quindi non ancora realizzatesi, che non transitano per il conto economico ma che movimentano direttamente una riserva del netto
- la quota di utili (o perdite) cumulatesi nelle precedenti gestioni senza distribuzione ai soci.

[31] Nello studio citato della Fondazione Nazionale Commercialisti, basato su campione molto più ampio, risulta che nel 2022 il peso del patrimonio netto sul totale attivo era 41,6%, del 42,5% nel 2021 e il 43,9% nel 2020.

I dati complessivi mostrano la seguente situazione.

Tabella 6.3 – Le classi componenti il patrimonio netto

euro/000	2023	% Cap. Netto	2022	% Cap. Netto	2021	% Cap. Netto
Capitale da apporto	160.357.157	18,89%	158.155.812	20,00%	155.884.438	21,17%
Capitale da valutazione	129.862.206	15,30%	132.909.768	16,81%	132.066.315	17,93%
Capitale autogenerato	558.594.069	65,81%	499.626.273	63,19%	448.418.653	60,90%

Tabella 6.4 – Tassi di variazione delle classi del patrimonio netto nel triennio

Var. %	2023/2022	2022/2021
Capitale da apporto	1,39%	1,46%
Capitale da valutazione	-2,29%	0,64%
Capitale autogenerato	11,80%	11,42%

Dalla Tabella 6.3 si evince come il capitale di apporto si attesti nel triennio attorno al 20% del patrimonio netto, mentre la parte maggioritaria è data dal capitale autogenerato nel corso delle gestioni precedenti, con valori che partono dal 60% del patrimonio netto nel 2021 per arrivare al 66% nel 2023. Il capitale da valutazione, che era decisamente minoritario nel 2019[32], è balzato nel 2020 al 18% circa, per effetto soprattutto delle rivalutazioni *ex lege* 126/2020.
Per cui, la tanto discussa sottocapitalizzazione delle imprese italiane può avere senso se si guarda soltanto il capitale di apporto, ossia le risorse direttamente provenienti dai patrimoni personali dei soci che, in effetti, come risulta dalla tabella seguente, pesano per meno del 10% del totale del passivo, ma non corrisponde al vero se si guarda l'intero patrimonio netto, nel quale il forte accantonamento di utili, tipico della classica impresa familiare italiana, permette di tutelare l'autonomia patrimoniale.

Tabella 6.5 – Peso del capitale di apporto sul totale del passivo patrimoniale

	2023	2022	2021
% Passivo	8,40%	8,67%	9,24%

In due anni, dal 2021 al 2023, la somma di utili e riserve di utili è aumentata complessivamente di 110 miliardi ed il patrimonio netto di 113 miliardi, rispetto ad una crescita complessiva del capitale investito di 222 miliardi circa. In altre parole, più della metà della crescita del capitale nel triennio considerato è stata "finanziata" dalla crescita del patrimonio netto.
Mentre il capitale di apporto cresce in misura costante nel triennio ma ridotta (meno dell'1,5%), attorno ai due miliardi l'anno, il capitale autogenerato è cresciuto ogni anno di oltre l'11%.

6.1.1. La distinzione tra SPA e SRL

È opportuno analizzare l'aggregato del patrimonio netto distinguendo tra le varie società di capitali incluse nell'analisi. Le macro-forme giuridiche che distingueremo sono due: le SPA e le SRL. Nelle prime includiamo le due tipologie di SPA (SPA e SPA a socio unico) e la SAPA, le cui regole relative al capitale sono identiche a quelle delle SPA. Nelle seconde, inseriamo tutte le tipologie di SRL (SRL, SRL semplificata e SRL a socio unico). La ragione di una distinta analisi risiede sia nella diversità di regole che disciplinano il relativo patrimonio netto[33], sia nella circostanza che si può ipotizzare che nelle SRL la compagine sociale sia più ristretta e che i soci rivestano non solo il ruolo di apportatori di capitale ma anche quello di prestatori di lavoro, condizione che favorirebbe, *ceteris paribus*, un maggior prelievo percentuale di utili.

[32] Sul punto si legga Quagli – Sura, 2024.
[33] Per le SRL è prevista, ad esempio, una soglia più bassa del capitale sociale minimo (10.000 euro, che si riduce a un euro per le SRL semplificate), il divieto di distribuire acconti sull'utile, il divieto di acquisto di quote proprie.

Si tenga peraltro presente che nel nostro campione figurano soltanto le SRL di maggiore dimensione, ossia quelle che redigono il bilancio in forma ordinaria e che quindi, presumibilmente, si collocano sopra le soglie dimensionali di cui all'art. 2435 bis (Bilancio in forma abbreviata). Considerato l'enorme numero di SRL che redigono il bilancio in forma abbreviata, in questo caso il nostro campione sconta inevitabilmente dei problemi di rappresentatività dell'universo delle SRL.
I numeri delle diverse tipologie societarie incluse nel campione sono i seguenti.

Tabella 6.6 – Composizione del campione secondo le forme giuridiche

SPA	12.761
SPA socio unico	43
SAPA	13
TOTALE SPA E SAPA	***12.817***
SRL	24.682
SRL semplificata	248
SRL socio unico	63
TOTALE SRL	***24.993***
TOTALE GENERALE	**37.810**

Pertanto, scomponendo i dati complessivi di cui alle prime tabelle secondo le due macro-forme giuridiche (SPA e SRL), si ottengono i seguenti valori:

Tabella 6.7 – Incidenza del patrimonio netto sul capitale investito per le 2 macro-forme giuridiche

euro/000	**2023**	**% su Passivo**	**2022**	**% su Passivo**	**2021**	**% su Passivo**
SPA						
Totale	540.841.139	46,24%	506.064.780	44,09%	474.102.319	44,34%
Mediana	13.111	40,56%	12.187	38,61%	11.236	38,33%
SRL						
Totale	307.972.292	41,60%	284.627.073	42,10%	262.267.088	42,43%
Mediana	4.018	31,84%	3.625	29,51%	3.248	29,01%

Tabella 6.8 – Tassi di variazione del patrimonio netto nel triennio per le 2 macro-forme giuridiche

Var. %	**2023/2022**	**2022/2021**
SPA		
Totale	6,87%	6,74%
Mediana	7,58%	8,46%
SRL		
Totale	8,20%	8,53%
Mediana	10,82%	11,63%

Dalle due tabelle precedenti si osserva che:

- l'incidenza del patrimonio netto su capitale investito è lievemente maggiore per le SPA, con valori stabilmente sopra il 44%, rispetto alle SRL che nel triennio oscilla attorno al 42%. Tuttavia, il divario aumenta se si considera il valore mediano della distribuzione di frequenza, ben inferiore nelle SRL rispetto alle SPA (approssimativamente 30% contro 39%), a testimonianza di una maggiore variabilità esistente nel campione delle SRL;
- il tasso di incremento del patrimonio netto nelle SRL è invece significativamente superiore nelle SRL rispetto alle SPA (valore mediano dell'11% circa delle SRL rispetto all'8% circa delle SPA), che differisce rispetto all'ipotesi sopra esposta di un minor accumulo percentuale nelle SRL.

Considerando l'incidenza delle classi del patrimonio netto per le due macro-forme giuridiche e le relative variazioni, rispettivamente nelle seguenti tabelle 6.9 e 6.10, si evidenzia che:

- l'incidenza percentuale del capitale d'apporto sul patrimonio netto è abbastanza simile, attorno al 20%, ma il valore mediano del capitale d'apporto è circa quindici volte più alto nella SPA rispetto alle SRL, profilo in parte dovuto ai diversi requisiti legali di capitale sociale minimo, ma anche alla diversa dimensione media delle imprese appartenenti alle due macro-forme. Nelle SPA il capitale d'apporto cresce anche ad un ritmo lievemente superiore.
- una notevole differenza si riscontra nel capitale da valutazione, dove il valore delle SPA è circa il 5% in più delle SRL come peso sul patrimonio netto. Il valore mediano di questa classe di capitale per le SRL è addirittura zero, segno che almeno la metà delle SRL presenti nel campione non ha effettuato alcuna rivalutazione e non ha strumenti finanziari derivati di tipo cash-flow hedge, diversamente dalle SPA che presentano un valore mediano di circa mezzo milione di euro;
- in percentuale sul netto, il capitale autogenerato delle SRL è superiore a quello delle SPA, cresce ad un tasso maggiore e anche il valore mediano delle SRL, sebbene inferiore a quello delle SPA, presenta differenze più contenute rispetto alle altre classi di capitale.

Tabella 6.9 – Le classi componenti il patrimonio netto per le 2 macro-forme giuridiche

euro/000		**2023**	**% Cap. Netto**	**2022**	**% Cap. Netto**	**2021**	**% Cap. Netto**
SPA							
Capitale da apporto	Totale	107.619.504	19,90%	105.610.818	20,87%	103.839.025	21,90%
	Mediana	1.664		1.600		1.560	
Capitale da valutazione	Totale	91.326.268	16,89%	93.621.552	18,50%	93.442.386	19,71%
	Mediana	442		542		484	
Capitale autogenerato	Totale	341.895.368	63,22%	306.832.410	60,63%	276.820.908	58,39%
	Mediana	7.542		6.708		5.896	
SRL							
Capitale da apporto	Totale	52.737.653	17,12%	52.544.995	18,46%	52.045.413	19,84%
	Mediana	104		101		100	
Capitale da valutazione	Totale	38.546.785	12,52%	39.298.980	13,81%	38.634.383	14,73%
	Mediana	0		0		0	
Capitale autogenerato	Totale	216.687.855	70,36%	192.783.098	67,73%	171.587.291	65,42%
	Mediana	2.798		2.461		2.096	

Tabella 6.10 – Tassi di variazione delle classi patrimonio netto nel triennio per le 2 macro-forme giuridiche

Var. %	**2023/2022**	**2022/2021**
SPA		
Capitale da apporto	1,90%	1,71%
Capitale da valutazione	-2,45%	0,19%
Capitale autogenerato	11,43%	10,84%
SRL		
Capitale da apporto	0,37%	0,96%
Capitale da valutazione	-1,91%	1,72%
Capitale autogenerato	12,40%	12,35%

6.2. Aumenti e riduzioni di capitale, finanziamenti dei soci e acquisto di azioni proprie

Tramite i soli dati di stato patrimoniale non è possibile sapere esattamente se un'impresa ha fatto un'operazione di aumento o riduzione del capitale in un certo esercizio e di che tipologia, se "reale", con effettivi afflussi o deflussi di risorse, o solo "contabile", ossia quando il capitale aumenta o diminuisce a fronte rispettivamente di una riduzione o un amento di altre poste del patrimonio netto.
Questo perché:

- vi potrebbero essere operazioni di entrambi i tipi che si compensano, come nel caso di una riduzione del capitale per perdite con contestuale sottoscrizione di un aumento di capitale per reintegrare, in misura paritaria, minore o maggiore, delle perdite presenti a patrimonio netto;
- potrebbero esservi degli aumenti di capitale d'apporto che non passano dalla voce "capitale sociale", ma che consistono in aumenti di riserve di capitale, quali la "riserva per futuri aumenti di capitale" o la "riserva per versamenti a fondo perduto" e queste riserve sono annidate dentro la voce "altre riserve", senza possibilità di una loro distinzione;
- le riserve possono ridursi sia per distribuzione ai soci, sia per utilizzo a copertura di perdite e quindi un'eventuale loro riduzione non può automaticamente significare un aumento "contabile" del patrimonio netto.

In tal senso, sarebbe certamente d'aiuto usare i dati dei corrispondenti flussi di cassa inseriti nel rendiconto finanziario, ma, anche in questo caso, non è possibile avvalersi di tale dato, sia perché non è detto che il flusso di cassa si verifichi nello stesso anno della variazione del capitale, come nel caso di aumenti di capitale deliberati in un esercizio che poi vengono "richiamati", almeno in parte, solo nell'esercizio (o negli esercizi) successivo(i), sia perché il database presenta dei valori incoerenti con riguardo ai flussi di cassa. Tanto per fare un esempio, nella voce del rendiconto finanziario "entrate per aumenti di capitale" figurano, a seconda dell'impresa, sia valori positivi che negativi, rendendo quindi impossibile capire il movimento reale. Se poi questa incoerenza sia un errore di classificazione nel data-base oppure un errore di classificazione compiuto direttamente dalle imprese nella redazione del loro rendiconto finanziario, non ci è dato sapere.
Pertanto, l'analisi compiuta soggiace a forti limitazioni. Metodologicamente abbiamo considerato come aumenti (riduzioni) di capitale quei casi in cui la voce "capitale sociale" aumenta (o si riduce) da un esercizio al successivo (metodo peraltro simile a quello usato da Colomba et al., 2024). Distinguendo quindi le aziende che presentano variazioni del capitale sociale incrementative da quelle che invece lo presentano in diminuzione, è possibile stimare i volumi di queste operazioni per gli esercizi 2023 e 2022, ottenuti per via differenziale rispetto al dato dell'esercizio precedente.
Se si guarda la Tabella 6.11, si osserva che in ciascuno dei due anni 2023 e 2022 vi sono stati oltre 1.200 aumenti di capitale (circa il 3% del campione: 3,7% nelle SPA e poco più del 3% nelle SRL) con un aumento medio di quasi 2 milioni e circa 150 riduzioni di capitale, con importi medi ben più elevati (5,3 milioni nel 2023 e 4,7 nel 2022). Sia nel 2023 che nel 2022, il saldo netto tra aumenti e riduzioni gira attorno agli 1,6 miliardi.
Dei 1.200 aumenti di capitale vi sono stati 200 casi di aumento della riserva sovraprezzo, nel presupposto che detta riserva sia aumentata solo in occasione di aumenti di capitale. Isolando solo gli aumenti di capitale cui è associato un incremento della riserva sovraprezzo, si osserva che in entrambi gli esercizi 2022 e 2023 sono stati conferiti 3 euro di sovrapprezzo rispetto a 1 euro di aumento di capitale, rapporto che esprime per quei 200 aumenti il riconoscimento di redditività passate e prospettiche di notevole rilievo.

Tabella 6.11 – Gli aumenti di capitale sociale

	AUMENTI CS		RIDUZIONI CS	
	2023	**2022**	**2023**	**2022**
Campione complessivo				
N. imprese	37.654	37.654	37.654	37.654
Numero operazioni	1.216	1.253	150	144
Percentuale imprese con operazioni	3,2%	3,3%	0,4%	0,4%
Importo totale operazioni	2.405.665	2.357.783	794.222	682.096
Media importo operazione	1.978	1.882	5.295	4.737
n. con sovraprezzo	200	201		
importo sovraprezzo	1.299.748	1.768.586		
rapporto Sovr/CS	301%	288%		
SPA				
N. imprese	12.742	12.742	12.742	12.742
Numero operazioni	470	484	74	58
Percentuale imprese con operazioni	3,65%	3,76%	0,58%	0,45%
Importo totale operazioni	1.659.799	1.499.247	519.228	364.765
Media	3.531	3.089	7.017	6.289
Mediana	780	600	1.477	1.600
n. imprese in perdita anno prima	72	60	32	4
n. aumenti con sovraprezzo	111	108		
importo sovraprezzo	893.394	839.438		
importo aum cs con sovr	372.498	164.764		
rapporto Sovr/CS	240%	509%		
casi aumento/riduzione CI	323	395	45	30
aumento/riduzione CI	6.711.007	6.069.247	758.230	1.776.570
rapporto var CS/var CI	24,73%	24,70%	47,37%	16,72%
SRL				
N. imprese	24.912	24.912	24.912	24.912
Numero operazioni	746	769	76	86
Percentuale imprese con operazioni	2,99%	3,08%	0,30%	0,34%
Importo totale operazioni	745.866	858.536	274.994	317.331
Media	1.000	1.116	3.571	3.690
Mediana	375	380	732	521
n. con sovraprezzo	89	93		
importo sovraprezzo	406.354	929.148		
rapporto Sovr/CS	687%	731%		
n. imprese con perdita anno prima	97	110	28	11
casi aumento/riduzione CI	510	631	54	47
aumento/riduzione CI	3.386.595	6.912.673	446.590	472.305
rapporto var CS/var. CI	49,01%	21,69%	57,02%	48,66%

Analizzando le macro-forme giuridiche, si rileva che:

- il valore mediano degli aumenti di capitale delle SPA è di 780 mila euro nel 2023 e 600 mila nel 2022 rispetto ai corrispondenti 375 mila e 380 mila per le SRL;

- gli aumenti con sovraprezzo nelle SRL sono più rari, ma quando avvengono comportano un rapporto tra sovraprezzo e aumento di capitale ben più alto di quanto accada nelle SPA: 700% circa nelle SRL rispetto al 240% nel 2023 e 509% nel 2022 per le SPA;
- gli aumenti di capitale prevalentemente sono associati ad un aumento del capitale investito risultante dal bilancio nello stesso esercizio. Il rapporto tra aumento di capitale sociale e aumento del capitale investito si attesta nel biennio al 25% circa per le SPA e per le SRL al 49% nel 2023 e 21% nel 2022. Sono quindi aumenti principalmente volti a potenziare la società piuttosto che a ridurre il peso dell'indebitamento. Un aumento di capitale sociale in presenza di una riduzione del capitale investito o di una sua costanza, infatti, indicherebbe o un processo di utilizzo dell'aumento per riequilibrare il rapporto con il debito in un contesto complessivo di ridimensionamento, oppure che l'aumento di capitale è al servizio di una copertura di perdite;
- per le SPA il numero di aumenti di capitale sociale a fronte di una perdita in bilancio nell'anno precedente è ben minore di quanto non accada nelle SRL (circa 5% nelle SPA, rispetto al 13-14% nelle SRL), risultato probabilmente legato al fatto che nelle SRL le soglie più basse di capitale minimo fanno sì che le perdite di esercizio possano provocare un deficit patrimoniale con più facilità di quanto non accada nelle SPA;
- per entrambe le macro-forme giuridiche, le riduzioni di capitale sociale nel 60% circa dei casi sono associate ad una riduzione del capitale investito.

6.2.1. I finanziamenti da parte dei soci

Per quanto non siano inclusi tra i mezzi propri ma tra i debiti, i finanziamenti dei soci sono pur sempre capitale proveniente dai soci, anche se con il vincolo della restituzione e ottenibili con minori formalità (non è richiesta l'assemblea straordinaria, il rogito notarile e l'imposta di registro) rispetto ad un aumento di capitale sociale. Dalla tabella successiva, per entrambe le macro-forme giuridiche, nei tre anni si osserva una graduale crescita di tali fonti di finanziamento, sia nell'importo assoluto, sia in rapporto alla classe del capitale di apporto, rapporto che per le SRL è di circa il 30% rispetto al 20% circa delle SPA.
Come era logico attendersi, nelle SRL il fenomeno presenta una frequenza doppia rispetto alle SPA (11% nelle SRL rispetto al 6,6% circa nelle SPA).

Tabella 6.12 – I finanziamenti dei soci

euro/000	2023	% Cap apporto	Var. 2023/2022	2022	% Cap apporto	Var. 2023/2022	2021	% Cap apporto
SPA								
N. imprese	12.742			12.742			12.742	
N. casi fin. soci	882			850			556	
Entro	11.237.160		2,56%	10.957.126		54,64%	7.085.701	
Oltre	11.156.815		12,49%	9.918.206		22,08%	8.124.592	
Totale	22.393.975	21,89%	7,27%	20.875.331	20,77%	37,24%	15.210.293	15,36%
								SRL
N. imprese	24.912			24.912			24.912	
N. casi fin. soci	2.741			2.809			2.810	
Entro	4.789.194		-17,15%	5.780.897		52,24%	3.797.141	
Oltre	11.361.488		16,61%	9.743.545		3,96%	9.372.579	
Totale	16.150.682	31,14%	4,03%	15.524.442	30,03%	17,88%	13.169.720	25,73%

6.2.2. La riserva negativa per acquisto di azioni proprie

L'acquisto di azioni proprie, possibile solo nelle SPA e non nelle SRL, è osservabile negli schemi di bilancio dal momento che le azioni proprie sono contabilmente inserite al loro costo in una riserva negativa e rientrano

nella categoria del capitale di apporto, in quanto rappresentano sostanzialmente un rimborso di capitale. Tipicamente, le azioni proprie rappresentano un fenomeno presente nelle società quotate che spesso usano tali acquisti per influenzare il prezzo di borsa o costituire una dotazione di titoli da erogare poi con operazioni di stock grant/stock options. Il numero delle società che presentano azioni proprie incluse nel nostro universo però non è marginale, considerando che sono tutte non quotate. Esse sono 1.359 nel 2021, un 11% circa del campione, numero sostanzialmente stabile nel triennio. La presenza di azioni proprie dimostra, nel complesso, la fiducia nella capacità della società di creare valore, tale quindi da rendere conveniente investire oggi nelle proprie azioni in vista di una vendita o collocamento futuro. Allo stesso tempo, l'acquisto di azioni proprie può costituire uno strumento per consolidare il controllo del socio di maggioranza quando quest'ultimo non disponga della maggioranza assoluta dei voti.
Nel complesso, nelle società che presentano azioni proprie alla chiusura dell'esercizio, le azioni proprie corrispondono a poco meno del 5% del capitale di apporto.

Tabella 6.13 – La riserva negativa per acquisto di azioni proprie

	2023	**2022**	**2021**
N. imprese	12.742	12.742	12.742
N. casi riserva negativa	1.359	1.352	1.327
% su totale imprese	10,67%	10,61%	10,41%
Importo totale	-4.755.871	-4.695.550	-4.460.097
% su Capitale apporto	4,65%	4,67%	4,50%
media	-373	-369	-350

6.3. I casi di patrimonio netto negativo

Un cenno particolare meritano i casi di patrimonio netto negativo (o deficit patrimoniale) che rappresentano situazioni tali da causare lo scioglimento della società qualora il capitale non sia reintegrato al di sopra del minimo legale (art. 2484 codice civile).
Risultano in tale condizione al termine del 2021 146 SPA e 413 SRL, dato che si riduce nel 2023 (133 SPA e 401 SRL). Rispetto al campione di quasi 38 mila società, il numero dei casi è nel complesso marginale (poco più dell'1%). Si segnala che delle 534 società con deficit patrimoniale nel 2023, 366 erano in deficit già nel 2022 e, di queste ultime, 236 lo erano già nel 2021.
Il fatto che per tre esercizi consecutivi una società presenti un deficit patrimoniale sembra in prima battuta incoerente con le disposizioni del codice civile, ma va evidenziato che, a seguito della normativa emergenziale post pandemia Covid, le conseguenze societarie del deficit patrimoniale (artt. 2446, 2447 e 2484 codice civile) potevano essere sterilizzate per cinque anni, disposizione inizialmente prevista per l'esercizio 2020 e poi prorogata anche per gli esercizi 2021 e 2022, consentendo quindi anche alle società con patrimonio netto negativo un ampio periodo per effettuare l'aumento di capitale necessario.

Tabella 6.14 – I casi di patrimonio netto negativo

	2023	2022	2021
SPA			
N. imprese	12.742	12.742	12.742
N. casi di PN negativo	133	146	146
di cui negativo dal 2022	92		
di cui negativo dal 2021	59		
SRL			
N. imprese	24.912	24.912	24.912
N. casi di PN negativo	401	425	413
di cui negativo dal 2022	273		
di cui negativo dal 2021	177		
Campione complessivo			
N. imprese	37.654	37.654	37.654
N. casi di PN negativo	534	571	559
di cui negativo dal 2022	365		
di cui negativo dal 2021	236		

In effetti, se si guarda quante società con patrimonio netto negativo nel 2023 hanno proceduto, o nello stesso esercizio o nell'esercizio precedente, a effettuare aumenti di capitale (Tabella 6.15), se ne deduce che i soci hanno deciso di attendere prima di ricapitalizzare, sfruttando le possibilità concesse dalla normativa emergenziale.

Tabella 6.15 – Aumenti di capitale in caso di patrimonio netto negativo al 2023

	PN <0 2023
aumenti 2023 CS con PN<0	9
riduzioni 2023 CS con PN<0	0
aumenti 2022 CS con PN<0	16
riduzioni 2022 CS con PN<0	4

Ci sembra necessario segnalare che, senza le disposizioni emergenziali emanate in tempo di COVID, come le rivalutazioni compiute nel 2020 per effetto della Legge 126/2020 di cui si dirà in dettaglio più avanti e che ha dato la possibilità di aumentare il patrimonio netto senza costringere i soci ad apportare ulteriori risorse per fronteggiare le perdite di esercizio o la sospensione degli ammortamenti (Quagli e Sura, 2024), i casi di patrimonio netto negativo sarebbero stati certamente superiori.

6.4. Il capitale da valutazione

Disponendo solo dei saldi delle voci obbligatorie dello schema civilistico di stato patrimoniale, il capitale da valutazione che riusciamo a misurare è composto solo dalle due voci della riserva di rivalutazione e della riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi (copertura "cash flow hedge"). In teoria, esso potrebbe aumentare qualora fosse possibile conoscere anche altri due casi valutazione ai valori "correnti" che restano nascosti dentro la voce "altre riserve", come la riserva per plusvalori sulle partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto o la riserva ove sono inviate le differenze nette positive da conversione cambi.

6.4.1. La riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi

La riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi può avere un saldo sia positivo che negativo ed ha riguardato un numero crescente di società, dalle 5 mila del 2021 alle 6.300 del 2023, numero pari a quasi il 17% dell'intero campione, segno di un crescente interesse delle società ad utilizzare questo strumento di copertura dei rischi finanziari. Infatti, molto frequentemente questa riserva si movimenta quando una società utilizza uno strumento finanziario derivato per coprirsi dal rischio di variazione dei tassi di interesse su finanziamenti a tasso variabile (il classico *interest rate swap*) o da variazione tassi di cambio.
La crescita si avverte soprattutto nel 2022, nel cui secondo semestre vi è stato un sensibile rialzo dei tassi di interesse che ha spinto quindi tale riserva ad aumentare, dal momento che un'azienda che si è coperta dal rischio di variabilità del tasso con degli interest rate swap avrà presumibilmente rilevato degli incrementi nel fair value dei derivati che pagano un tasso variabile e incassano un tasso fisso. Dal 2021 al 2023 il saldo netto positivo di tale riserva per l'intero campione, infatti, passa da 420 milioni circa del 2021 a circa 1,9 miliardi nel 2023.

Tabella 6.16 – Importi della riserva per copertura dei flussi finanziari attesi

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Numero totale	6.334	6.126	5.020
% su totale società	16,75%	16,20%	13,28%
Numero saldi <0	984	608	3.880
Importo con saldo<0	590.379	1.028.193	1.481.528
Numero saldi >0	5.350	5.518	1.140
Importo con saldo >0	2.466.629	3.975.405	1.905.745

6.4.2. La riserva di rivalutazione

Chi scrive aveva già commentato (Quagli e Sura, 2024) l'impressionante crescita di questa riserva, dai 30 miliardi del 2019 ai 109 miliardi del 2020 su un campione di 21 mila società circa.
Questa triplicazione dell'importo nel 2020 era da ricondurre alla rivalutazione prevista dal D.L. 14 agosto 2020, n. 104 convertito con legge 13 ottobre 2020, n. 126, che all'art. 110 consentiva per un'ennesima volta la possibilità di rivalutare attività con conseguente incremento di riserva del patrimonio.
La norma permetteva di rivalutare i beni compresi tra le immobilizzazioni materiali e immateriali e le partecipazioni immobilizzate in controllate e collegate senza dover necessariamente affrancare fiscalmente i saldi derivanti, permettendo quindi una rivalutazione solo ai fini del bilancio civilistico. I beni da rivalutare dovevano risultare dal bilancio dell'esercizio in corso al 31 dicembre 2019. Secondo la formulazione originaria, qualora una società avesse voluto avvalersi del riconoscimento fiscale di dette rivalutazioni, avrebbe dovuto pagare un'imposta sostitutiva del solo 3% sul saldo attivo di rivalutazione e vedersi riconosciuto fiscalmente il valore rivalutato già a partire dall'esercizio 2021.
Su tale norma l'OIC ha pubblicato l'Interpretazione n. 7 che introduce un'eccezione alla regola che i beni rivalutabili devono essere già presenti nel bilancio al 31 dicembre 2019 stabilendo che «*possono inoltre essere oggetto di rivalutazione i beni immateriali ancora tutelati giuridicamente alla data di chiusura del bilancio in cui è effettuata la rivalutazione anche se i relativi costi, seppur capitalizzabili nello stato patrimoniale, sono stati imputati interamente a conto economico*». Ad esempio, un marchio tutelato giuridicamente, anche se non è mai apparso a stato patrimoniale, poteva essere rivalutato, o meglio, valutato per la prima volta.
Dall'analisi precedente, emergeva che su 21.903 società, ben 8.088 (il 37%) avevano compiuto una rivalutazione nel 2020, desumibile dalla variazione positiva della specifica riserva. Ma tra queste, erano solo 72 quelle che tramite la rivalutazione del 2020 han fatto cambiare il segno da negativo a positivo del proprio patrimonio netto. Per cui, la rivalutazione nel complesso era servita a sfruttare un vantaggio fiscale o a rafforzare comunque una struttura finanziaria non pessima piuttosto che a fornire un'ancora di salvezza alle società con *ratio* patrimoniali/finanziari traballanti.

Si era notato che nei bilanci esaminati nel 2020 si assisteva ad una rivalutazione di quasi 80 miliardi cui corrispondeva tra le immobilizzazioni immateriali un incremento di oltre 43 miliardi della voce "concessioni, licenze e marchi". Avevamo quindi dedotto che la parte maggioritaria delle rivalutazioni avesse riguardato il marchio, anche non precedentemente iscritto nell'attivo patrimoniale, così come permesso dal Documento Interpretativo dell'OIC.
Avevamo anche analizzato l'evoluzione della riserva di rivalutazione nel 2021, stante il cambiamento normativo nel frattempo intervenuto. Infatti, la possibilità di rivalutare anche fiscalmente permessa dal D.L. 104/2020 pagando una imposta sostitutiva solo del 3% aveva determinato un così ampio ricorso da parte delle imprese, attirate da tanta convenienza, da creare un problema in termini di gettito erariale e, quindi, un problema di tenuta dei conti pubblici. Il governo pertanto era corso ai ripari con l'articolo 1 della Legge 30 dicembre 2021, n. 234, commi da 622 a 624 bis ("Legge di bilancio 2022") che aveva modificato l'articolo 110 del decreto-legge 14 agosto 2020, n. 104, stabilendo che la deduzione ai fini IRES e IRAP della rivalutazione attribuita ai sensi dei commi 4, 8 e 8-bis della Legge di rivalutazione 2020 alle attività immateriali (avviamento e marchi) era ammessa in misura non superiore, per ciascun periodo d'imposta, a un cinquantesimo di detto importo, quando il periodo normale di ammortamento fiscale è di 18 anni. Se le imprese avessero voluto rendere comunque deducibile tale rivalutazione secondo le aliquote di 18 anni, allora avrebbero dovuto pagare un'imposta sostituiva del 12% (o 14 o 16%, in base all'importo da affrancare[34]), al netto di quanto già versato per la rivalutazione.
Così facendo, l'agevolazione fiscale era risultata fortemente ridotta, tanto che alle imprese che avevano pagato l'aliquota agevolata del 3% era stata data la possibilità di revocare, anche parzialmente, la rivalutazione compiuta a fine esercizio 2020 (comma 624). La revoca costituiva titolo per il rimborso ovvero per l'utilizzo in compensazione dell'importo delle imposte sostitutive versate. I soggetti che avevano deciso di revocare la rivalutazione potevano eliminare dal bilancio gli effetti della rivalutazione effettuata, stornando sia il maggior valore del cespite rivalutato, sia la corrispondente riserva di patrimonio netto.
Nel 2021 si è assistito, infatti, ad una riduzione della riserva di rivalutazione di 3,3 miliardi di euro circa, molto probabilmente riconducibile, almeno per la maggior parte, alla revoca della rivalutazione effettuata nei bilanci 2020. Tuttavia, rispetto agli 80 miliardi di incremento del 2020, la revoca è stata nel complesso contenuta.
Con tali numeri, nel nostro precedente intervento ci eravamo dati questa spiegazione:

- parte dei soggetti che avevano optato per la rivalutazione fiscale dei marchi hanno preferito mantenere il beneficio di poter dedurre i valori rivalutati, seppur in un orizzonte temporale più esteso (50 anni invece che 18);
- parte dei soggetti che nel 2020 aveva operato la rivalutazione contabile e fiscale, nel 2021 ha revocato soltanto la rivalutazione fiscale, mantenendo quella contabile.

L'analisi del fondo imposte differite confermava questa seconda ipotesi. Tale fondo, infatti, passava da un valore cumulato di circa 5 miliardi nel 2021 (allineato al valore del 2020) ad un valore di circa 10 miliardi, con un incremento del 101,4% che appariva spiegabile soltanto come l'effetto di una diffusa revoca della rivalutazione fiscale operata l'esercizio precedente.
Stimavamo che l'emersione di 5 miliardi di maggiori imposte differite nel 2021 (nel presupposto che l'incremento fosse legato in via pressoché esclusiva, o comunque largamente prevalente, al fenomeno della deroga della rivalutazione fiscale) avrebbe implicato la revoca di rivalutazioni fiscali per un importo pari a circa 18 miliardi (considerando un'aliquota di calcolo delle differite del 28%). Il venire meno della rivalutazione fiscale, infatti, implicava necessariamente l'emersione di un disallineamento tra valori civilistici e fiscali che, a sua volta, imponeva la rilevazione di imposte differite (come confermato anche dal documento interpretativo OIC n. 10 del maggio 2022). L'emersione delle imposte differite passive dovuta alla revoca della rivalutazione fiscale era contabilizzata (sempre in coerenza con il Documento Interpretativo OIC n. 10) a riduzione del patrimonio netto e, quindi, della riserva di rivalutazione. Ciò concorreva a spiegare il sensibile decremento della riserva di rivalutazione tra gli esercizi 2020 e 2021.

[34] Aliquota del 12 per cento sulla parte dei maggiori valori ricompresi nel limite di 5 milioni di euro, del 14 per cento sulla parte dei maggiori valori che eccede 5 milioni di euro e fino a 10 milioni di euro e del 16 per cento sulla parte dei maggiori valori che eccede i 10 milioni di euro.

Ai fini di una compiuta comprensione del fenomeno occorre, infine, considerare che la possibilità di rivalutare, anche soltanto ai fini contabili, era stata confermata anche per l'esercizio 2021 peri beni non rivalutati nel 2020. La diminuzione della riserva dovuta alla revoca della rivalutazione 2020 e all'emersione delle differite passive per la revoca della rivalutazione fiscale, pertanto, sembrava compensata, almeno in parte, dalle nuove rivalutazioni.
Nella tabella successiva si osserva la dinamica della riserva di rivalutazione nel triennio 2021-2023 e appare chiaro come i valori si siano stabilizzati, sia per il numero di società coinvolte, sia per l'importo della riserva presente in bilancio, rispetto alla crescita esplosiva del 2020. I dati mostrano una lieve e costante riduzione della riserva nel triennio, che potrebbe esser stata usata sia per coprire perdite, sia per convertirla in capitale.
Si osserva anche che l'utilizzo della rivalutazione nelle SPA è stato significativamente superiore alle SRL (circa il 57% delle SPA e il 36% delle SRL). Non è chiaro il motivo di questa sostanziale differenza. Forse potrebbe avere inciso la maggiore consapevolezza dei vantaggi della rivalutazione nelle SPA o anche la capacità di sostenere maggiormente i costi delle perizie spesso connesse alla rivalutazione.
Certo è che tale riserva nei bilanci delle imprese italiane rappresenta ancora un valore notevolissimo, quasi 130 miliardi di euro, pari al 15% del patrimonio netto nel 2023, e pone alcune importanti questioni sulle regole contabili che discuteremo nel paragrafo finale.
Val la pena di segnalare che abbiamo svolto una piccola verifica su quelle società che presentavano un incremento della riserva di rivalutazione rispetto all'esercizio precedente. Non essendo intervenute altre leggi di rivalutazione nel biennio 2022-2023, l'incremento ci sembrava apparentemente non motivato. Ad esempio, nell'esercizio 2023 vi sono 550 società che presentano un incremento della riserva. Abbiamo quindi letto la nota integrativa di un campione di 10 di queste società ed abbiamo osservato che salvo 1 caso sul quale la nota non fornisce informazioni, negli altri casi l'incremento era spiegato da operazione straordinarie di fusione/scissione (5 casi), da riclassificazione da altre riserve (2 casi), da destinazione di utili (1 caso). In un caso si rileva una discrepanza tra il dato del bilancio depositato e il dato disponibile nel data-base.

Tabella 6.17 – Evoluzione della riserva di rivalutazione

euro/000	2023	var. 2023/2022	2022	var. 2022/2021	2021
Campione complessivo					
Numero imprese	16.173	-0,91%	16.321	-0,58%	16.416
% su totale	42,77%		43,17%		43,42%
Importo	128.060.625	-1,47%	129.973.751	-1,27%	131.641.711
% PN	15,09%		16,44%		17,88%
SPA					
Numero imprese	7.253	-0,85%	7.315	-0,85%	7.378
% su totale	56,59%		57,07%		57,56%
Importo	89.837.645	-1,37%	91.087.798	-1,80%	92.757.929
% PN	16,61%		18,00%		19,56%
SRL					
Numero imprese	8.920	-0,95%	9.006	-0,35%	9.038
% su totale	35,69%		36,03%		36,16%
Importo	38.222.980	-1,70%	38.885.953	0,01%	38.883.782
% PN	12,41%		13,66%		14,83%

6.5. Il capitale autogenerato

Questa classe del patrimonio netto deriva dai risultati positivi di esercizio e ci sembra quindi corretto partire proprio da questi. Per gli anni 2021-2023, le tre tabelle successive evidenziano, rispettivamente, le società

che risultano in utile, quelle in perdita e l'importo complessivo dei risultati di esercizio, ottenuto come somma algebrica degli utili e delle perdite rilevate dalle società del campione.
Il dato delle società che chiudono con un utile di esercizio è molto stabile nel triennio ed è pari all'87% del campione, sia per le SPA che per le SRL[35]. Il valore mediano degli utili nelle SPA è stabilmente pari a circa 2,6 volte quello delle SRL, con una crescita costante degli utili nel corso del triennio.
Il 2023 è stato l'anno migliore, con un saldo utili-perdite positivo di oltre 85 miliardi di euro, contro i 76 del 2022 e i 60 del 2021. Nell'arco del triennio, quindi, gli utili complessivi sono aumentati di oltre il 40%, a dimostrazione di un triennio notevolmente favorevole per le imprese.

Tabella 6.18 – Le società in utile

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
SPA			
Numero in utile	11.159	11.167	11.132
% su n. società	87,06%	87,12%	86,85%
Totale utili	58.589.906	55.906.550	45.880.876
Media	5.250	5.010	4.122
Mediana	1.315	1.273	1.040
SRL			
Numero in utile	21.775	21.718	21.782
% su n. società	87,12%	86,90%	87,15%
Totale utili	40.750.328	35.664.783	30.999.883
Media	1.871	1.642	1.422
Mediana	500	484	413

Si rileva che il valore mediano delle perdite per le società che chiudono in perdita è andato peggiorando, sia nelle SPA che nelle SRL. Nel triennio, tale valore mediano è peggiorato del 10% nelle SPA e del 23% nelle SRL. Se si considera questo dato assieme alla progressiva riduzione del volume complessivo delle perdite (da 16 miliardi nel 2021 ai 14 miliardi del 2023), si può desumere che, complessivamente, chi andava male è peggiorato ma quelli che son migliorati lo hanno fatto in misura tale da ridurre le perdite dell'intero campione.

Tabella 6.19 – Le società in perdita

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
SPA			
Numero in perdita	1.653	1.642	1.675
% su n. società	12,90%	12,81%	13,07%
Totale perdite	-7.714.090	-9.530.871	-11.273.946
Media	-4.667	-5.804	-6.731
Mediana	-927	-865	-840
SRL			
Numero in perdita	3.202	3.256	3.185
% su n. società	12,81%	13,03%	12,74%
Totale perdite	- 6.214.959	- 5.380.444	- 4.866.468
Media	-1.941	-1.652	-1.528
Mediana	-279	-261	-226

[35] Nello studio citato della Fondazione Nazionale Commercialisti, basato su campione molto più ampio, risulta che nel 2022 le società in utile sono state complessivamente il 76,8% (81,7% delle SPA e 75,1% delle s.r.l.) e 75,4% nel 2021.

Tabella 6.20 – Andamento dei risultati di esercizio

euro/000	2023	2022	2021
Importo totale	85.411.185	76.660.018	60.740.345
Importo utili	99.340.234	91.571.333	76.880.759
Importo perdite	-13.929.049	-14.911.315	-16.140.414
Numero totale	37.810	37.810	37.810
Numero in utile	32.934	32.885	32.914
Numero in perdita	4.855	4.898	4.860
% in utile	87,10%	86,97%	87,05%
% in perdita	12,84%	12,95%	12,85%

Ovviamente questa massa di utili generati dalla gestione può essere distribuita ai soci o trattenuta a riserva, rafforzando patrimonialmente la società.
Per studiare il fenomeno dell'accantonamento (il cosiddetto "autofinanziamento proprio" - Ferrero, 1984), e, quindi, per differenza, quello della distribuzione, si è ipotizzato che la differenza tra il patrimonio netto e la somma di capitale d'apporto, del risultato di esercizio e del capitale da valutazione, così come determinati in precedenza, derivi interamente dai risultati economici di esercizio cumulati nel tempo, quello che abbiamo definito come capitale autogenerato. In realtà, non è detto che le altre riserve del netto diverse da quelle fin qui esaminate (quindi la riserva legale, la riserva statutaria, gli utili e le perdite portate a nuovo e le altre riserve del netto) siano rappresentate soltanto da riserve che derivano da accantonamento di utili, ma, nel complesso, ci sembra abbia senso ricondurle alla classe del capitale autogenerato, piuttosto che alle altre due classi del capitale d'apporto e di quello da valutazione.
Se si considerano le imprese in utile, che sono quelle che possono accantonare a riserva, e si determina la variazione delle riserve di utili per gli esercizi 2023 e 2022, calcolandola nel modo suddetto, si osserva che la percentuale di utili accantonata, sia per le SPA che per le SRL è di circa il 60% degli utili di esercizio, ossigeno puro per le nostre imprese, volano importante per la crescita dimensionale. Nel 2023 sono 55 i miliardi accumulati nel patrimonio netto da tali società o sotto forma di incremento delle riserve del netto o sotto forma di copertura di perdite in sospeso derivanti da esercizi precedenti. In questo senso, il tipico modello aziendale italiano, quello dell'impresa a proprietà familiare, indubbiamente favorisce questo accantonamento, per la minor presenza di investitori istituzionali interessati a spremere di dividendi le società.

Tabella 6.21 – Variazione delle riserve di utili

euro/000	2023/2022	2022/2021
Totale	50.093.011	38.120.828
N. SPA in utile anno prima	11.167	11.132
Variazione riserve utili	34.591.649	26.074.447
Utili	55.906.550	45.880.876
% accantonamento	61,87%	56,83%
N. SRL in utile anno prima	21.718	21.782
Variazione riserve utili	20.522.791	18.470.793
Utili	35.664.783	30.999.883
% accantonamento	57,54%	59,58%

6.6. I dividendi

L'accantonamento a riserva del 60% circa degli utili riguarda complessivamente l'insieme delle società che chiudevano l'esercizio precedente con un utile. Per cui, ne deriva che complessivamente il 40% degli utili circa è distribuito ai soci. Se però si osservano le singole società che chiudono in utile e si esamina quanta

parte dell'utile è trattenuta a riserva, la prospettiva muta, nel senso che si osserva che la maggior parte delle imprese che chiude in utile non distribuisce dividendi.

Tabella 6.22 – Imprese in utile che distribuiscono dividendi

	2023	2022	2021
Imprese con utile anno precedente che distribuiscono dividendi	19.818	20.425	18.210
Totale imprese in utile nell'anno precedente	32.885	32.914	29.752
% imprese in utile che distribuisce dividendi	60,3%	62,1%	61,2%

Per tutti e tre gli anni considerati, almeno il 40% delle imprese che chiudono in utile non distribuisce dividendi. Se poi si esamina la distribuzione di frequenza, si osserva addirittura che il terzo quartile, cioè il 75% delle imprese che chiudono in utile, corrisponde ad un dividendo non superiore a 2.000 euro, che rappresenta una cifra ridicola.
Questo fenomeno è di assoluto rilievo e pone l'interrogativo sul senso di istituire e gestire una società se poi non si distribuiscono gli utili. In effetti, il contratto di società di cui all'art. 2247 del Codice civile afferma che "*Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili*". È vero che l'accantonamento di utili, l'autofinanziamento, è un fenomeno da considerarsi positivamente per la salute di un'azienda. Ma l'imprenditore come remunera il proprio capitale se non tramite dividendi?
Una prima risposta risiede nel fatto che, presumibilmente, molte di queste società sono imprese familiari, dove l'imprenditore, oltre ad aver fornito capitale di apporto, ricopre anche la carica di amministratore, unico o delegato che sia. Si può quindi ipotizzare che la remunerazione del capitale avvenga in sostanza assieme alla remunerazione del lavoro direzionale che tale imprenditore svolge sotto forma di compensi agli amministratori e/o di trattamento di fine mandato. Purtroppo, negli schemi di bilancio il costo per compensi all'organo amministrativo non appare e si dovrebbe consultare la nota integrativa per poterlo appurare. Per cui non disponiamo di un riscontro oggettivo per tale ipotesi, per quanto molto fondata a parere di chi scrive.
Una seconda possibile risposta riguarda una prassi che chi scrive ritiene diffusa, per quanto vietata civilisticamente, ossia che l'imprenditore prelevi comunque liquidità dalla società ma contabilmente non qualifica tale prelievo come dividendo, ma come credito verso soci. Questo espediente formalmente permette di non dichiarare tale prelievo come reddito imponibile e di non sottoporlo alla ritenuta di acconto che sarebbe dovuta in quanto reddito da capitale. In sostanza, tale credito rappresenterebbe un acconto su dividendi, che è civilisticamente vietato nelle SRL e sottoposto a regole molto stringenti nelle SPA (art. 2433 bis Cod. civ.). Anche in questo caso, tuttavia, non essendo esplicitati i crediti verso soci nello schema di stato patrimoniale, una verifica dell'ipotesi non è possibile farla. Sarebbe anche da domandarsi come tale fenomeno, se diffuso, sia possibile in presenza di un organo di controllo che, per il ruolo di garante del rispetto la legge, non dovrebbe permetterlo.
Al di là di queste possibili risposte più "tecniche", che potrebbero includere anche il non voler soddisfare azionisti di minoranza nei casi in cui entro la proprietà vi siano contrasti, la percezione di chi scrive è che gli scarsi dividendi di molte imprese dipendano da fattori più personali, che riteniamo più opportuno descrivere esprimere nel capitolo conclusivo (cap. 13).

6.7. Piccoli utili, piccole perdite

In dottrina è molto studiato il fenomeno delle imprese che preferiscono far apparire in bilancio piccoli utili piuttosto che piccole perdite, come una manifestazione di politica di bilancio, di earnings management[36]. Nel nostro campione, se estraiamo le imprese che presentano un valore del risultato economico dell'esercizio 2023 compreso nella fascia -0,1% /+0,1% in rapporto al capitale investito, rileviamo che 763 società conseguono un piccolo utile (2,02% del campione) e 11 conseguono una piccola perdita (0,03% del

[36] Il filone di studi è iniziato negli anni '80-'90 e prosegue tuttora. Tra i molti lavori si vedano Carslaw, C. 1988; Burgstahler, D. and I. Dichev 1997; Burgstahler, D., and M. Eames. 2006; Beaver, W., M. McNichols, and K. Nelson. 2007; Daske, H., G. Gebhardt, and S. McLeay. 2006; Dechow, P., S. Richardson, and I. Tuna. 2003.

campione). Si consideri che nello stesso esercizio le imprese che chiudono in utile sono complessivamente l'87,1% del campione e quelle che chiudono in perdita il 12,84%, quindi con un rapporto di 6,78 imprese in utile rispetto a una che chiude in perdita. Lo stesso rapporto calcolato tra quelle che chiudono con piccoli utili/piccole perdite passa a 69,3, ossia dieci volte maggiore del rapporto complessivo.
Questo dato evidenzia che anche nel nostro Paese esiste un comportamento delle imprese volto ad evitare di presentare in bilancio una "piccola perdita", preferendo, evidentemente con un po' di maquillage, trasformarla in un piccolo utile.

6.8. Riflessioni di sintesi

Volendo riassumere i risultati dell'analisi svolta, si può anzitutto osservare come il triennio 2021-2023 abbia fatto registrare un pieno recupero della performance economica rispetto ai livelli pre-pandemia e la percentuale di società con patrimonio netto negativo risulta sempre estremamente ridotta.
Sotto il profilo della composizione del patrimonio netto, nel triennio esaminato emerge chiaramente il ruolo centrale dell'autofinanziamento, che rimane stabilmente il principale componente del patrimonio netto in tutti e tre gli esercizi. Allo stesso tempo, il tasso di reinvestimento degli utili si mantiene sempre ampiamente superiore al 50%. Comparato con l'autofinanziamento, l'apporto dei soci rimane una risorsa dall'importanza decisamente minore.
Emerge chiaro dall'analisi, inoltre, come sia molto diffuso il fenomeno della mancata distribuzione di dividendi, che scaturisce dalla parte di utile che non risulta nell'esercizio successivo come incremento delle riserve di utili. Escludendo l'ipotesi che l'imprenditore gestisca la società non per scopo di lucro, questo dato potrebbe dipendere o dalla sostanziale inclusione dei dividendi come compenso agli amministratori o dal prelievo sostanziale di utili mascherato come credito vero soci. Se così fosse, il fenomeno è da interpretarsi negativamente per la capacità informativa del bilancio, oltre a tradursi anche in un danno erariale. Ma probabilmente incide al riguardo anche un sostanziale timore per il futuro, descritto nel capitolo finale
Di particolare rilievo, infine, le conseguenze delle norme sulle rivalutazioni. Le rivalutazioni del 2020 sono state impressionanti e per il 2023 spiegano ancora un buon 15% del patrimonio netto complessivo del campione. Questo fatto ci spinge a due considerazioni. La prima, di tipo economico, riguarda il peso che tali rivalutazioni eserciteranno in termini di maggiori ammortamenti futuri, quando anche le norme emergenziali sulla possibilità di sospendere gli ammortamenti avranno cessato il loro effetto. Ciò rappresenterà un fardello di non poco conto sui futuri risultati economici.
La seconda riflessione è di tipo contabile, nel senso che il peso elevato che le rivalutazioni assumono sul patrimonio netto dovrebbe prudenzialmente indurre a dei test di impairment anche in assenza degli indizi di perdita che, ad oggi, ne rappresentano il presupposto. In questo senso, forse, i principi contabili nazionali dovrebbero essere più rigidi per le società con un elevato peso di queste rivalutazioni.
Infine, appare chiaro come la distinzione del patrimonio netto nelle tre classi sopra evidenziate (apporto, valutazione e autogenerato) sia centrale non solo per la nostra analisi, ma anche per quella di un qualsiasi analista finanziario. In questo senso, il nostro Legislatore potrebbe valutare di inserire tale distinzione nello schema obbligatorio di stato patrimoniale, a tutto vantaggio della portata informativa del bilancio.

7. LA STRUTTURA FINANZIARIA, I FLUSSI E L'INDEBITAMENTO

Lorenzo Simoni e Alessandro Sura

7.1. La struttura finanziaria delle imprese italiane

7.1.1. La composizione dei finanziamenti

Le scelte sulla struttura finanziaria delle imprese sono da sempre oggetto di grande attenzione. La scelta che le imprese devono affrontare è, prima di tutto, quella tra il finanziamento tramite capitale proprio e il finanziamento a titolo di capitale di debito. Si deve scegliere poi tra le varie forme tecniche di finanziamento che il mercato propone. Tali scelte possono essere condizionate da vari fattori, tra i quali la dimensione aziendale, il tipo di attività economica svolta e i livelli di crescita dell'economia in generale e del settore di appartenenza dell'impresa. In base alla *tradeoff theory* (Myers, 1984), le imprese sceglieranno la propria struttura finanziaria sulla base dei diversi incentivi e disincentivi collegati all'indebitamento, nonché degli inevitabili vincoli che derivano dalla capacità dei soci di supportare l'impresa e dalla capacità del sistema creditizio di offrire finanza.

Con riferimento all'arco temporale considerato, si evidenzia come le imprese analizzate mostrino una struttura finanziaria nel complesso equilibrata, come suggerisce il peso del patrimonio netto sul totale delle fonti, sempre superiore al 40% (Tabella 7.1), con un'incidenza che cresce leggermente dal 2021 al 2023, passando dal 43,6% al 44,4%[37]. Questo dato sembrerebbe in linea con studi recenti che mostrano un crescente livello di capitalizzazione delle imprese italiane a partire dal 2011 (audizione presso la Camera del Capo del Servizio Stabilità finanziaria di Banca d'Italia, 2021). In termini assoluti, nel triennio crescono sia l'indebitamento complessivo che il patrimonio netto.

Le spinte alla base di un così significativo ricorso al finanziamento con mezzi propri possono essere numerose. Il periodo analizzato rappresenta il lasso temporale immediatamente successivo allo scoppio della pandemia da Covid-19, che ha generato incertezza e indotto uno stato di crisi in molte imprese. Tali fattori possono aver spinto alcune imprese a perseguire la strada del rafforzamento della struttura finanziaria. In ogni caso, l'analisi puntuale della composizione del patrimonio netto evidenzia che la componente di gran lunga prevalente è l'autofinanziamento[38]; ciò conferma la tendenza radicata delle imprese a ricorrere alla fonte di copertura del fabbisogno finanziario più immediatamente disponibile. Tale evidenza è coerente con quanto evidenziato negli studi teorici, in base ai quali vi sarebbe un ordine di priorità delle fonti di finanziamento, secondo la *pecking order theory* (Myers e Majluf, 1984). Secondo tale teoria, le imprese basano la soddisfazione dei fabbisogni finanziari primariamente sull'autofinanziamento (risorse generate dallo svolgimento dell'attività primaria). Qualora questo non fosse sufficiente, le imprese ricorrerebbero innanzitutto a capitale di debito e, solo in ultima istanza, a nuovi finanziamenti a titolo di capitale di rischio tramite aumenti di capitale.

Nell'interpretare questi dati, occorre tenere conto del fatto che in seguito alla crisi pandemica le imprese hanno potuto usufruire della possibilità di rivalutare i beni facenti parte dell'attivo patrimoniale, migliorando così in modo estremamente significativo i propri livelli di capitalizzazione (Di Fabio et al., 2023; Quagli e Sura, 2024). Gli effetti di tali modifiche sono sempre visibili, per le imprese che hanno esercitato tale opzione, nei bilanci oggetto di studio.

Ragionando dal lato del debito, il triennio di analisi è stato influenzato da almeno due tendenze di direzione opposta. Da un lato, la pandemia ha avuto un impatto presumibilmente incrementativo sulle posizioni debitorie, essendo state queste soggette a moratorie. Inoltre, le imprese hanno avuto la possibilità di ottenere accesso agevolato al credito. Dall'altro lato, i tassi di interesse sono cresciuti tra il 2022 e il 2023, scoraggiando il ricorso al debito, il cui costo è significativamente aumentato.

[37] Il dato sarebbe ancora superiore se i finanziamenti verso soci fossero equiparati agli altri apporti dei soci.

[38] Sul punto si veda il capitolo 6 del presente volume, che presenta una analisi di dettaglio del patrimonio netto e della sua composizione.

Osservando la composizione dei debiti finanziari[39] (Tabella 7.2), si nota come le imprese facciano affidamento in prevalenza al debito bancario, che rappresenta la voce con maggiore peso, per finanziarsi. Tuttavia, si nota una diminuzione nell'incidenza dei debiti bancari sul totale delle fonti tra il 2021 e il 2023. Tale minor ricorso al debito bancario potrebbe essere giustificata dalle condizioni di credito. Sostanzialmente irrilevanti le altre forme di finanziamento, quali i prestiti obbligazionari (meno dell'1% delle fonti e mediana pari a 0 su tutto il triennio), i debiti verso soci e i debiti verso gli altri finanziatori.
Focalizzando l'analisi sul debito finanziario e in particolare sulla scadenza, le imprese oggetto di studio sembrano prediligere le fonti a medio-lungo, anche se il ricorso al debito a breve rimane significativo.

Tabella 7.1 – Sintesi delle voci di patrimonio netto e totale debiti

euro/000		**2023**	**% Passivo**	**2022**	**% Passivo**	**2021**	**% Passivo**
Patrimonio netto	Totale	848.813.432	44,4%	790.691.853	43,3%	736.369.406	43,6%
	Mediana	6.096		5.549		5.050	
	N. imprese	37.810		37.810		37.810	
Debiti	Totale	942.137.922	49,3%	912.733.131	50,0%	838.090.200	49,7%
	Mediana	7.814		8.167		7.579	
	N. imprese	37.810		37.810		37.810	

Tabella 7.2 – Sintesi delle principali voci rappresentanti debiti finanziari

euro/000		**2023**	**% Passivo**	**2022**	**% Passivo**	**2021**	**% Passivo**
Debiti finanziari	Totale	270.896.071	14,2%	280.832.953	15,4%	272.649.691	16,2%
	Mediana	1.585		1.902		1.925	
	N. imprese	37.790		37.787		37.786	
Prestiti obbligazionari	Totale	14.601.246	0,8%	13.323.529	0,7%	11.316.217	0,7%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	37.790		37.787		37.786	
Debiti verso soci	Totale	39.215.891	2,1%	37.247.648	2,0%	29.207.330	1,7%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	37.790		37.787		37.786	
Debiti verso banche	Totale	205.123.945	10,7%	217.639.747	11,9%	219.235.039	13,0%
	Mediana	1.491		1.455		1.163	
	N. imprese	37.790		37.787		37.786	
Debiti verso altri finanziatori	Totale	11.929.123	0,6%	12.586.734	0,7%	12.852.837	0,8%
	Mediana	0		0		0	
	N. imprese	37.790		37.787		37.786	
Debiti finanziari a breve	Totale	118.523.888	6,2%	124.048.653	6,8%	112.186.234	6,6%
	Mediana	515		571		494	
	N. imprese	37.790		37.787		37.786	
Debiti finanziari a medio-lungo	Totale	152.372.182	8,0%	156.784.299	8,6%	160.463.457	9,5%
	Mediana	587		804		887	
	N. imprese	37.790		37.787		37.786	

Osservando le variazioni grezze dei principali aggregati (Tabella 7.3), si nota una costante crescita dei valori assoluti di patrimonio netto nel periodo, con il valore aggregato del campione che cresce del 7,4% sia nel 2022 che nel 2023 e il valore mediano che sfiora un aumento del 10% in entrambi gli anni. In lieve crescita il valore complessivo dei debiti, ma concentrandosi su quelli finanziari si nota un calo del 3,5% a livello

[39] I debiti finanziari includono i prestiti obbligazionari, i debiti verso soci per finanziamenti, i debiti bancari e i debiti verso altri finanziatori.

aggregato e del 16,7% del valore mediano nell'ultimo anno di osservazione, in linea con l'ipotesi di una preferenza per i mezzi propri delle imprese italiane negli ultimi tempi e di uno sfavorevole effetto sul ricorso al debito dovuto al rialzo dei tassi di interesse (Tabella 7.4).
Seppure con un peso limitato sul totale dei finanziamenti, i prestiti obbligazionari crescono nel complesso negli ultimi due anni, così come le forme di finanziamento da soci, mentre a determinare il calo dei debiti finanziari sono i debiti verso le banche e i debiti verso altri finanziatori.

Tabella 7.3 – Variazioni nel patrimonio netto e nel totale debiti

euro/000		**Var. 2023-2022**	**Var. % 2023-2022**	**Var. 2022-2021**	**Var. % 2022-2021**
Patrimonio netto	Totale	58.121.579	7,4%	54.322.447	7,4%
	Mediana	547	9,9%	499	9,9%
Debiti	Totale	29.404.791	3,2%	74.642.931	8,9%
	Mediana	-353	-4,3%	588	7,8%

Tabella 7.4 – Variazioni nelle principali voci rappresentative di debiti finanziari

euro/000		**Var. 2023-2022**	**Var. % 2023-2022**	**Var. 2022-2021**	**Var. % 2022-2021**
Debiti finanziari	Totale	-9.936.882	-3,5%	8.293.024	3,0%
	Mediana	-317	-16,7%	-22	-1,1%
Prestiti obbligazionari	Totale	1.277.718	9,6%	2.114.103	19,7%
	Mediana	0	0%	0	0%
Debiti verso soci	Totale	1.968.243	5,3%	8.040.318	27,5%
	Mediana	0	0%	0	0%
Debiti verso banche	Totale	-12.515.802	-5,8%	-1.595.292	-0,7%
	Mediana	36	2,5%	292	25,1%
Debiti verso altri finanziatori	Totale	-657.612	-5,2%	-266.103	-2,1%
	Mediana	0	0%	0	0%
Debiti finanziari a breve	Totale	-5.524.764	-4,5%	11.880.352	10,6%
	Mediana	-56	-9,8%	78	15,8%
Debiti finanziari a medio-lungo	Totale	-4.412.117	-2,8%	-3.587.328	-2,2%
	Mediana	-217	-26,9%	-80	-9,1%

A conferma di quanto evidenziato, in tutti gli anni il rapporto tra il totale dei debiti e il patrimonio netto assume un valore mediano decisamente inferiore a 2, soglia spesso usata per giudicare la solidità patrimoniale delle imprese (Tabella 7.5). L'andamento di tale indicatore mostra un sensibile calo tra il primo e l'ultimo anno di analisi.
I valori mediani relativi all'incidenza delle varie tipologie mostrano come i debiti verso istituti di credito rappresentino la quasi totalità dei debiti finanziari delle imprese italiane, relegando a un ruolo del tutto marginale le altre tipologie di finanziamento.

Tabella 7.5 – Indebitamento e composizione delle fonti

euro/000		**2023**	**2022**	**2021**
Debiti/patrimonio netto	Mediana	1,30	1,47	1,51
	Totale	1,11	1,15	1,14
	N. imprese	37.810	37.810	37.810
Prestiti obbligazionari/debiti finanziari	Mediana	0	0	0
	Totale	0,05	0,05	0,04
	N. imprese	37.790	37.787	37.786
Debiti verso soci/debiti finanziari	Mediana	0	0	0
	Totale	0,14	0,13	0,11
	N. imprese	37.790	37.787	37.786
Debiti verso banche/debiti finanziari	Mediana	0,99	0,99	1
	Totale	0,76	0,78	0,80
	N. imprese	37.790	37.787	37.786
Altri finanziatori/debiti finanziari	Mediana	0	0	0
	Totale	0,04	0,04	0,05
	N. imprese	37.790	37.787	37.786
Debiti verso banche medio-lungo/debiti finanziari medio-lungo	Mediana	1	1	1
	Totale	0,73	0,77	0,78
	N. imprese	37.790	37.787	37.786
Debiti verso banche breve/debiti finanziari breve	Mediana	1	1	1
	Totale	0,79	0,79	0,83
	N. imprese	37.790	37.787	37.786

Un fenomeno di cui la letteratura ha iniziato a occuparsi in tempi piuttosto recenti è quello delle imprese senza debiti (*zero-leverage*). Il fenomeno in questione può essere condizionato da vari fattori, quali il limitato accesso al credito per alcune tipologie di imprese, l'onerosità della gestione amministrativa del debito e la volontà di sottrarsi al monitoraggio del sistema bancario. Gli studi in quest'area mostrano come nel tempo si sono registrate sempre più aziende con queste caratteristiche (Strebulaev e Yang, 2013). Questa struttura finanziaria, che può apparire atipica, è stata riscontrata in una porzione di imprese che va da circa il 10% a circa il 25% dagli studi sul tema, che considerano campioni diversi (Dang, 2013; Strebulaev e Yang, 2013; Saona et al., 2023).

Vari autori hanno cercato di comprendere i motivi alla base di questa struttura finanziaria. Devos et al. (2012) evidenziano come queste imprese non abbiano meccanismi di governance più deboli delle altre, mostrando come le *zero-leverage* siano entità più piccole, con età inferiore e maggiori disponibilità liquide delle altre, concludendo che tale struttura finanziaria sia dovuta a dei vincoli dal punto di vista finanziario e dalla ridotta capacità di credito. A simili conclusioni arrivano Bessler et al. (2013). Altri studi mostrano come questa caratteristica sia legata al tipo di governance aziendale (Strebulaev e Yang, 2013). Dang (2013) distingue due tipologie di imprese *zero-leverage*, caratterizzare da diversi incentivi a definire una simile struttura finanziaria, quelle che mostrano dei vincoli all'indebitamento, le quali non pagano dividendi, e quelle che scelgono deliberatamente di non contrarre debiti per avere maggiore flessibilità finanziaria, identificate come quelle che pagano dividendi.

Molti di questi studi si concentrano su grandi imprese, mentre le evidenze sulle PMI sono ridotte (Lefebvre, 2021; Sardo et al., 2024). Analizzando il campione di riferimento, si nota come l'incidenza delle imprese *zero-leverage*, considerando come tali quelle che hanno debiti finanziari pari a 0 risultanti dallo stato patrimoniale, cresca tra il 2021 e il 2023, raggiungendo il 16,89% (non riportato in tabella). A conferma degli studi precedenti in merito, si nota che le imprese senza debiti mostrano una maggiore consistenza di disponibilità liquide (valore mediano del peso delle disponibilità rispetto al totale attivo pari all'11,23%, contro il 7,71% delle altre).

7.1.2. La copertura delle immobilizzazioni

Un aspetto non trascurabile nella valutazione della struttura finanziaria e dell'equilibrio patrimoniale è rappresentato dalla correlazione tra il fabbisogno finanziario generato dagli investimenti iscritti nell'attivo e le fonti di finanziamento scelte per coprirlo. In questo senso, è opportuno che gli investimenti con un ciclo di ritorno in forma monetaria ultrannuale e che, tipicamente, dovrebbero generare un fabbisogno finanziario duraturo, siano coperti da fonti di finanziamento a medio-lungo termine (Giunta e Pisani, 2016; Giunta, 2022).
Sotto questo profilo, appare di particolare rilevanza indagare il rapporto tra patrimonio netto e immobilizzazioni tecniche, che rappresentano una forma di investimento di fondamentale importanza nel contesto economico italiano, formato in buona parte da imprese manufatturiere (sul punto, si veda il Capitolo 3). Dal campione oggetto di studio emerge che il valore complessivo del patrimonio netto è di 1,64 volte quello del totale delle immobilizzazioni tecniche (insieme delle immobilizzazioni materiali e immateriali) nel 2023, in lieve miglioramento rispetto ai due anni precedenti (Tabella 7.6). Tale dato mostra come il patrimonio netto da solo sia in grado di coprire gli investimenti duraturi più importanti per le imprese analizzate. Ancora più confortanti i valori mediani di tale rapporto. Se si considerando anche i debiti finanziari con scadenza oltre i 12 mesi (fonti a medio-lungo), i valori mostrano una situazione di ampia copertura con tendenza che ricalca quella evidenziata analizzando il solo patrimonio netto come fonte di copertura.

Tabella 7.6 – Rapporto tra immobilizzazioni tecniche e fonti a medio-lungo termine

		2023	**2022**	**2021**
Patrimonio netto/immobilizzazioni tecniche	Mediana	1,99	1,89	1,78
	Totale	1,64	1,56	1,48
	N. imprese	37.227	37.277	37.285
Fonti a medio-lungo/immobilizzazioni tecniche	Mediana	2,44	2,41	2,35
	Totale	1,93	1,87	1,80
	N. imprese	37.227	37.277	37.285

7.1.3. Analisi per classe dimensionale

Un punto saliente dell'indagine sulla struttura finanziaria è costituito dalla rilevanza del fattore dimensionale[40]. Per osservare le differenze dimensionali, le imprese sono state suddivise in grandi e PMI considerando il superamento o meno della soglia di 50 milioni di ricavi per vendita di bene e prestazione di servizi per il 2023. Guardando al campione oggetto di studio, esso è composto in larga parte da PMI (31.225 contro 6.585 grandi imprese). L'analisi delle principali grandezze di bilancio riferibili alla struttura patrimoniale evidenziano valori di debito leggermente più elevati per le grandi imprese, mentre le PMI sembrano maggiormente patrimonializzate (Tabella 7.7). Tuttavia, l'analisi della composizione dei debiti rivela come nelle PMI il peso dei debiti finanziari sia più elevato rispetto alle grandi imprese, in particolare modo guardando ai debiti bancari, il che implica una maggiore incidenza del debito commerciale rispetto al debito totale per le grandi imprese (coerentemente con il maggior potere contrattuale che vantano verso i fornitori rispetto alle imprese minori) e confermerebbe, almeno in parte, la letteratura precedente sul tendenziale maggiore ricorso al prestito bancario da parte delle piccole imprese (Tabella 7.8). Molto contenuti per entrambe le categorie i prestiti obbligazionari e i finanziamenti dai soci.

[40] Dalla letteratura (Gambacorta et al., 2014), emergerebbe che tendenzialmente le imprese di minori dimensioni tendono a ricorrere al sistema bancario in misura proporzionalmente superiore alle altre.

Tabella 7.7 – Patrimonio netto e debiti finanziari per classe dimensionale

euro/000		Grandi						PMI					
		2023	**% Passivo**	**2022**	**% Passivo**	**2021**	**% Passivo**	**2023**	**% Passivo**	**2022**	**% Passivo**	**2021**	**% Passivo**
Patrimonio netto	Totale	486.857.755	42,0%	449.968.078	41,1%	412.305.162	41,3%	361.955.677	48,2%	340.723.775	46,7%	324.064.244	47,0%
	Mediana	28.252		25.199		22.448		4.704		4.280		3.889	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.225		31.225		31.225	
Debiti	Totale	601.476.485	51,9%	569.602.423	52,1%	515.553.010	51,6%	340.661.437	45,3%	343.130.708	47,0%	322.537.190	46,8%
	Mediana	36.442		37.531		33.697		6.135		6.473		6.091	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.225		31.225		31.225	

Tabella 7.8 – Principali voci relative a debiti finanziari per classe dimensionale

euro/000		Grandi						PMI					
		2023	% Passivo	2022	% Passivo	2021	% Passivo	2023	% Passivo	2022	% Passivo	2021	% Passivo
Debiti finanziari	Totale	145.296.148	12,5%	147.953.339	13,5%	143.577.080	14,4%	125.599.923	16,7%	132.879.614	18,2%	129.072.611	18,7%
	Mediana	6.264		7.302		7.146		1.344		1.588		1.600	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.205		31.202		31.201	
Prestiti obbligazionari	Totale	9.230.131	0,8%	7.850.180	0,7%	6.993.448	0,7%	5.371.115	0,7%	5.473.348	0,7%	4.322.769	0,6%
	Mediana	0		0		0		0		0		0	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.205		31.202		31.201	
Debiti verso soci	Totale	21.827.064	1,9%	20.458.699	1,9%	14.078.528	1,4%	17.388.827	2,3%	16.788.949	2,3%	15.128.802	2,2%
	Mediana	0		0		0		0		0		0	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.205		31.202		31.201	
Debiti verso banche	Totale	107.444.414	9,3%	112.899.755	10,3%	115.671.144	11,6%	97.679.531	13,0%	104.739.992	14,4%	103.563.895	15,0%
	Mediana	4.417		5.418		5.569		908		1.223		1.250	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.205		31.202		31.201	
Debiti verso altri finanziatori	Totale	6.768.674	0,6%	6.709.409	0,6%	6.795.692	0,7%	5.160.449	0,7%	5.877.325	0,8%	6.057.145	0,9%
	Mediana	0		0		0		0		0		0	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.205		31.202		31.201	
Debiti finanziari a breve	Totale	66.402.812	5,7%	71.197.555	6,5%	65.974.121	6,6%	52.121.076	6,9%	52.851.098	7,2%	46.212.113	6,7%
	Mediana	2.676		2.940		2.530		409		455		390	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.205		31.202		31.201	
Debiti finanziari a medio-lungo	Totale	78.893.335	6,8%	76.755.783	7,0%	77.602.959	7,8%	73.478.847	9,8%	80.028.516	11,0%	82.860.498	12,0%
	Mediana	1.705		2.420		2.790		523		701		767	
	N. imprese	6.585		6.585		6.585		31.205		31.202		31.201	

Tabella 7.9 – Indebitamento e composizione delle fonti per classe dimensionale

		Grandi			PMI		
		2023	**2022**	**2021**	**2023**	**2022**	**2021**
Debiti/patrimonio netto	Mediana	1,44	1,61	1,62	1,27	1,44	1,48
	Totale	1,24	1,27	1,25	0,94	1,01	1,00
	N. imprese	6.585	6.585	6.585	31.225	31.225	31.225
Prestiti obbligazionari/debiti finanziari	Mediana	0	0	0	0	0	0
	Totale	0,06	0,05	0,05	0,04	0,04	0,03
	N. imprese	6.585	6.585	6.585	31.205	31.202	31.201
Debiti verso soci/debiti finanziari	Mediana	0	0	0	0	0	0
	Totale	0,15	0,14	0,10	0,14	0,13	0,12
	N. imprese	6.585	6.585	6.585	31.205	31.202	31.201
Debiti verso banche/debiti finanziari	Mediana	1	1	1	0,99	0,99	1
	Totale	0,74	0,76	0,81	0,78	0,79	0,80
	N. imprese	6.585	6.585	6.585	31.205	31.202	31.201
Altri finanziatori/debiti finanziari	Mediana	0	0	0	0	0	0
	Totale	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,05
	N. imprese	6.585	6.585	6.585	31.205	31.202	31.201
Debiti verso banche medio-lungo/debiti finanziari medio-lungo	Mediana	1	1	1	1	1	1
	Totale	0,70	0,77	0,77	0,76	0,77	0,80
	N. imprese	6.585	6.585	6.585	31.205	31.202	31.201
Debiti verso banche breve/debiti finanziari breve	Mediana	1	1	1	1	1	1
	Totale	0,78	0,76	0,85	0,81	0,82	0,82
	N. imprese	6.585	6.585	6.585	31.205	31.202	31.201
Patrimonio netto/immobilizzazioni tecniche	Mediana	2,38	2,23	2,06	1,90	1,81	1,71
	Totale	1,58	1,50	1,40	1,72	1,65	1,59
	N. imprese	6.553	6.559	6.556	30.674	30.718	30.729
Fonti a medio-lungo/immobilizzazioni tecniche	Mediana	2,80	2,68	2,57	2,35	2,35	2,31
	Totale	2,06	1,86	1,77	2,19	2,15	2,11
	N. imprese	6.553	6.559	6.556	30.674	30.718	30.729

Guardando ai principali indici, si conferma il maggior indebitamento complessivo delle grandi imprese, che mostrano valori di rapporto tra debiti e patrimonio netto più elevati delle PMI, ma comunque senza differenze significative (Tabella 7.9). Da notare il peso leggermente più elevato dei debiti bancari a breve sul totale dei debiti finanziari a breve per le PMI.
Si nota un sostanziale allineamento anche per quanto riguarda la copertura delle immobilizzazioni, buona per entrambe le categorie sia considerando il solo patrimonio netto che considerando la somma di patrimonio netto e debiti a medio-lungo termine.
Considerando il fenomeno delle imprese senza debiti, si evidenzia una maggiore incidenza di questa tipologia di struttura finanziaria tra le grandi imprese (sulla base della soglia di fatturato definita), per le quali il numero di imprese senza debiti supera il 20% nel 2023, mentre il dato è leggermente più contenuto per le PMI (Tabella 7.10).

Tabella 7.10 – Imprese zero-leverage per classe dimensionale

	2023		**2022**		**2021**	
	N.	**%**	**N.**	**%**	**N.**	**%**
Grandi	1.388	21,08	1.270	19,29	1.263	19,18
PMI	4.993	16,00	4.668	14,96	4.689	15,03
Totale	**6.381**	**16,89**	**5.938**	**15,71**	**5.952**	**15,75**

7.1.4. Analisi per forma giuridica

La fotografia non cambia nella sostanza se si tiene conto della diversa forma giuridica. Distinguendo tra società per azioni (S.p.A., gruppo che raccoglie anche le società per azioni a socio unico e le società in accomandita per azioni) e società a responsabilità limitata (S.r.l., comprendente anche le società a responsabilità limitata unipersonali e quelle semplificate), si nota un sostanziale allineamento nella patrimonializzazione, espressa dal peso del patrimonio netto sul totale delle fonti (Tabella 7.11). Le S.r.l. risultano leggermente più indebitate, ma guardando ai debiti finanziari si nota un sostanziale allineamento tra le due classi, con una prevalenza di debiti bancari per entrambe le tipologie societarie (Tabella 7.12).
Con riferimento ai prestiti obbligazionari, si nota come, pur avendo un peso estremamente basso per entrambe le tipologie di società, tale forma di finanziamento è maggiormente utilizzata dalle S.p.A., dato che non sorprende se si pensa ai limiti in capo alle S.r.l. nel ricorso all'emissione di titoli di debito. Nonostante le recenti disposizioni in materia, aventi come obiettivo quello di aprire la strada a un maggiore utilizzo di tale strumento da parte delle S.r.l., i dati sembrano indicare un modestissimo ricorso a questa forma di finanziamento.
L'analisi dei principali indici (Tabella 7.13) conferma il buon livello di patrimonializzazione di entrambe le categorie societarie e il sostanziale affidamento al canale bancario come strumento di reperimento di risorse da terzi. Gli indici mostrano anche un sostanziale allineamento nei livelli di copertura delle immobilizzazioni tecniche, con entrambe le categorie che riescono a coprire tali investimenti con patrimonio netto o con altre fonti a medio-lungo termine.

Tabella 7.11 – Patrimonio netto e debiti per forma giuridica

euro/000		S.p.A.						S.r.l.					
		2023	**% Passivo**	**2022**	**% Passivo**	**2021**	**% Passivo**	**2023**	**% Passivo**	**2022**	**% Passivo**	**2021**	**% Passivo**
Patrimonio netto	Totale	540.841.139	46,2%	506.064.780	44,1%	474.102.319	44,3%	307.972.292	41,6%	284.627.073	42,1%	262.267.088	42,4%
	Mediana	13.111		12.187		11.236		4.018		3.625		3.248	
	N. imprese	12.817		12.817		12.817		24.993		24.993		24.993	
Debiti	Totale	552.700.684	47,2%	561.368.954	48,9%	518.857.428	48,5%	389.437.238	52,6%	351.364.177	52,0%	319.232.773	51,7%
	Mediana	14.036		14.578		13.510		6.030		6.287		5.890	
	N. imprese	12.819		12.819		12.819		24.991		24.991		24.991	

Tabella 7.12 – Principali voci relative ai debiti finanziari per forma giuridica

euro/000		S.p.A.						S.r.l.					
		2023	% Passivo	2022	% Passivo	2021	% Passivo	2023	% Passivo	2022	% Passivo	2021	% Passivo
Debiti finanziari	Totale	172.842.055	14,7%	178.262.293	15,5%	175.094.503	16,3%	98.054.015	13,2%	102.570.660	15,2%	97.555.188	15,8%
	Mediana	3.523		4.125		4.106		1.041		1.263		1.276	
	N. imprese	12.816		12.816		12.816		24.974		24.971		24.971	
Prestiti obbligazionari	Totale	13.991.494	1,2%	12.751.657	1,1%	10.839.121	1,0%	609.753	0,1%	571.872	0,1%	477.096	0,1%
	Mediana	0		0		0		0		0		0	
	N. imprese	12.816		12.816		12.816		24.974		24.971		24.971	
Debiti verso soci	Totale	22.957.102	2,0%	21.683.351	1,9%	15.991.319	1,5%	16.258.788	2,2%	15.564.297	2,3%	13.216.011	2,1%
	Mediana	0		0		0		0		0		0	
	N. imprese	12.816		12.816		12.816		24.974		24.971		24.971	
Debiti verso banche	Totale	128.994.078	11,0%	136.667.680	11,9%	140.399.911	13,1%	76.129.867	10,3%	80.972.067	12,0%	78.835.128	12,8%
	Mediana	2.667		3.246		3.344		724		906		932	
	N. imprese	12.816		12.816		12.816		24.974		24.971		24.971	
Debiti verso altri finanziatori	Totale	6.873.515	0,6%	7.124.310	0,6%	7.825.884	0,7%	5.055.608	0,7%	5.462.424	0,8%	5.026.953	0,8%
	Mediana	0		0		0		0		0		0	
	N. imprese	12.816		12.816		12.816		24.974		24.971		24.971	
Debiti finanziari a breve	Totale	74.661.992	6,4%	79.469.082	6,9%	74.129.263	6,9%	43.861.896	5,9%	44.579.571	6,6%	38.056.971	6,2%
	Mediana	1.254		1.366		1.213		310		339		291	
	N. imprese	12.816		12.816		12.816		24.974		24.971		24.971	
Debiti finanziari a medio-lungo	Totale	98.180.062	8,4%	98.793.210	8,6%	100.965.240	9,4%	54.192.119	7,3%	57.991.089	8,6%	59.498.218	9,6%
	Mediana	1.374		1.821		2.025		379		519		562	
	N. imprese	12.816		12.816		12.816		24.974		24.971		24.971	

Tabella 7.13 – Indebitamento e composizione delle fonti per forma giuridica

		S.p.A.			S.r.l.		
		2023	**2022**	**2021**	**2023**	**2022**	**2021**
Debiti/patrimonio netto	Mediana	1,09	1,25	1.24	1,44	1,64	1,68
	Totale	1,02	1,10	1,10	1,27	1,23	1,22
	N. imprese	12.819	12.819	12.819	24.991	24.991	24.991
Prestiti obbligazionari/debiti finanziari	Mediana	0	0	0	0	0	0
	Totale	0,08	0,07	0,06	0,01	0,01	0,01
	N. imprese	12.816	12.816	12.816	24.974	24.971	24.971
Debiti verso soci/debiti finanziari	Mediana	0	0	0	0	0	0
	Totale	0,13	0,12	0,09	0,17	0,15	0,14
	N. imprese	12.816	12.816	12.816	24.974	24.971	24.971
Debiti verso banche/debiti finanziari	Mediana	0,99	1	1	0,99	0,99	0,99
	Totale	0,75	0,77	0,80	0,78	0,79	0,81
	N. imprese	12.816	12.816	12.816	24.974	24.971	24.971
Altri finanziatori/debiti finanziari	Mediana	0	0	0	0	0	0
	Totale	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
	N. imprese	12.816	12.816	12.816	24.974	24.971	24.971
Debiti verso banche medio-lungo/debiti finanziari medio-lungo	Mediana	1	1	1	1	1	1
	Totale	0,72	0,76	0,78	0,74	0,78	0,79
	N. imprese	12.816	12.816	12.816	24.974	24.971	24.971
Debiti verso banche breve/debiti finanziari breve	Mediana	1	1	1	1	1	1
	Totale	0,78	0,78	0,83	0,82	0,80	0,83
	N. imprese	12.816	12.816	12.816	24.974	24.971	24.971
Patrimonio netto/immobilizzazioni tecniche	Mediana	2,03	1,92	1,82	1,97	1,87	1,76
	Totale	1,61	1,53	1,46	1,68	1,61	1,52
	N. imprese	12.698	12.711	12.711	24.529	24.566	25.574
Fonti a medio-lungo/immobilizzazioni tecniche	Mediana	2,43	2,39	2,30	2,45	2,43	2,38
	Totale	1,90	1,83	1,77	1,98	1,94	1,87
	N. imprese	12.698	12.711	12.711	24.529	24.566	25.574

7.2. L'effetto connesso alla leva finanziaria

Sotto il profilo teorico, uno dei principali incentivi che possono spingere al ricorso all'indebitamento adottando la prospettiva della *tradeoff theory* è rappresentato dalla possibilità di migliorare i livelli di redditività netta tramite il ricorso al debito, circostanza che si verifica qualora il rendimento degli investimenti operativi sia superiore al costo del denaro preso a prestito.
Per valutare tale aspetto, il rendimento degli investimenti netti (ROI netto, calcolato come rapporto tra risultato operativo e investimenti a fine esercizio, al netto delle passività operative) è stato confrontato con il costo del debito (calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debiti verso banche a inizio anno). L'utilizzo del ROI netto è giustificato dal fatto che, in questa analisi, si vuole esaminare il differenziale tra rendimento degli investimenti e costo del debito con riferimento alla possibilità di usare i debiti finanziari per coprire il fabbisogno generato dagli investimenti. Pertanto, le passività operative vengono sottratte dalle attività nel calcolo del ROI. Osservando la convenienza a finanziare gli investimenti con capitale di terzi, si nota come, in generale, il rendimento degli investimenti netti (ROI netto) sia superiore al costo del debito (Tabella 7.14). Questo suggerisce condizioni favorevoli per lo sfruttamento dell'effetto di leva finanziaria incorporato nell'indebitamento. Si nota anche come il costo del debito sia aumentato nel 2023 sia guardando al valore mediano del campione, sia usando i valori aggregati (dividendo gli oneri finanziari di tutte le imprese per il valore cumulato dei debiti bancari). Si riscontrano trend simili sia per le grandi imprese che per le PMI.

Tabella 7.14 – Sfruttamento della leva finanziaria

		2023	2022	2021
Campione complessivo				
ROI netto	Mediana	8,15%	7,46%	6,94%
	Totale	9,33%	8,89%	7,39%
	N. imprese	31.730	31.701	32.252
Costo del debito	Mediana	5,12%	2,83%	2,41%
	Totale	9,15%	4,97%	4,16%
	N. imprese	29.768	29.784	28.594
Grandi imprese				
ROI netto	Mediana	9,93%	9,24%	8,39%
	Totale	10,92%	10,43%	8,27%
	N. imprese	5.379	5.377	5.572
Costo del debito	Mediana	5,66%	2,80%	2,24%
	Totale	10,85%	5,51%	4,52%
	N. imprese	5.023	5.026	4.986
PMI				
ROI netto	Mediana	7,80%	7,10%	6,65%
	Totale	7,28%	6,97%	6,31%
	N. imprese	26.351	26.324	26.680
Costo del debito	Mediana	5,02%	2,84%	2,44%
	Totale	7,33%	4,37%	3,76%
	N. imprese	24.745	24.758	23.968

Per capire meglio come le strategie volte a sfruttare la leva finanziaria influenzino le scelte di finanziamento, sono stati valutati i livelli di indebitamento (considerando il peso dei debiti finanziari), suddividendo le imprese in base al rapporto tra ROI netto e costo del debito a inizio anno. I dati mostrano come la maggior parte delle imprese presentino un rendimento degli investimenti superiori al costo del debito (Tabella 7.15). Tuttavia, non emergono differenze significative a livello di valori mediani di indebitamento tra le due

categorie[41]. Gli andamenti mostrano, inoltre, una riduzione dei livelli di indebitamento per entrambe le categorie nel 2023.
Alla luce di tali evidenze, si può concludere che il ricorso alla leva finanziaria non è considerato uno strumento per la creazione di valore da larga parte delle imprese. Occorre, però, esercitare cautela nell'interpretazione di questi risultati, che potrebbero essere stati influenzati da molti fattori, il cui peso relativo è complesso da discernere, tra i quali la tendenza delle imprese a mantenere alti livelli di disponibilità liquide in attesa di impiego per fronteggiare l'incertezza su eventuali investimenti da effettuarsi. Altri fattori potenzialmente rilevanti sono gli innalzamenti dei tassi nel periodo esaminato e le notevoli incertezze che caratterizzano lo scenario mondiale e i rischi per le aziende che ne derivano. Tali fattori possono condizionare sia la scelta degli enti creditizi di concedere credito alle imprese, sia di queste ultime di ricorrere a capitale di terzi per finanziarsi, rendendo quindi più problematico il raggiungimento dell'ipotetica struttura finanziaria ottimale.

Tabella 7.15 – Rapporto tra ROI netto e ROD e indebitamento

euro/000		**2023**	**2022**	**2021**
ROI netto$_{t-1}$ > Costo del debito$_{t-1}$	N. imprese	22.500	22.420	22.311
	% imprese	86,9%	86,2%	86,2%
	Investimenti immobilizzazioni tecniche (mediana)	352	329	340
	Investimenti immobilizzazioni tecniche (totale)	37.260.423	35.127.453	32.092.050
	Debiti fin./PN (mediano)	0,57	0,67	0,72
	Debiti fin./PN (totale)	0,48	0,53	0,55
	Var. debiti fin./PN (totale)	-9,4%	-3,6%	
ROI netto$_{t-1}$ < Costo del debito $_{t-1}$	N. imprese	3.405	3.578	3.568
	% imprese	13,1%	13,8%	13,8%
	Investimenti immobilizzazioni tecniche (mediana)	258	286	343
	Investimenti immobilizzazioni tecniche (totale)	11.155.581	8.575.192	11.389.857
	Debiti fin./PN (mediano)	0,37	0,49	0,46
	Debiti fin./PN (totale)	0,34	0,38	0,37
	Var. debiti fin./PN (totale)	-10,5%	2,7%	

7.3. Le condizioni di liquidità

Un aspetto importante legato alla solvibilità è riferibile alla capacità di onorare i propri impegni nel breve termine, misurabile osservando il rapporto tra oneri finanziari e fatturato (uno dei principali indicatori della crisi d'impresa nella versione originaria del Codice della Crisi[42]) e il rapporto tra EBITDA e oneri finanziari (Tabella 7.16). I valori del rapporto tra oneri finanziari e fatturato rilevati nel campione sono estremamente bassi, sia con riferimento ai valori mediani che con riferimento ai valori aggregati, con valori inferiori all'1%. Nelle PMI, si nota una incidenza leggermente superiore di questo indice rispetto alle grandi imprese. Tale dato può riflettere le peggiori condizioni creditizie che le piccole imprese riescono a negoziare.
Non emergono nemmeno problemi di copertura degli oneri finanziari (comunque estremamente contenuti), dal momento che le imprese esaminate riescono a produrre un flusso di cassa operativo, approssimato dall'Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA), in grado di coprire gli oneri finanziari. I valori mediani e aggregati del rapporto tra EBITDA e oneri finanziari sono abbondantemente superiori alla soglia minima di 1, con il numero di imprese che superano tale soglia che rappresenta oltre il

[41] È stato anche usato un t-test per valutare la differenza tra le medie dei valori di indebitamento tra i due gruppi. I risultati (non riportati nel testo) mostrano che non vi sono differenze significative.
[42] Gli indicatori di allerta elaborati da CNDCEC, con il supporto di Cerved, non sono mai entrati in vigore nella formulazione originaria.

90% del totale delle imprese con dato disponibile per costruire tali grandezze in tutti gli anni analizzati. Non emergono significative differenze distinguendo le classi dimensionali.
L'analisi dei dati di coverage, combinata a quella sulla struttura finanziaria e allo sfruttamento della leva, suggerisce che le imprese italiane mantengono nel complesso un buon livello di solvibilità e sono orientate a definire la struttura finanziaria in modo prudente.

Tabella 7.16 – Flussi a servizio del debito e coverage

		2023	2022	2021
Campione complessivo				
Oneri finanziari/fatturato	Mediana	0,63%	0,34%	0,30%
	Totale	1,09%	0,57%	0,56%
	N. imprese	37.173	37.187	37.149
EBITDA/oneri finanziari	Mediana	10,53	18,49	20,42
	Totale	8,31	14,11	14,94
	Imprese con valore > 1	32.875	33.090	32.750
	% imprese con valore > 1	90,51%	91,20%	91,14%
	N. imprese	36.322	36.281	35.935
Grandi imprese				
Oneri finanziari/fatturato	Mediana	0,52%	0,24%	0,20%
	Valori aggregati	0,91%	0,45%	0,45%
	N. imprese	6.585	6.585	6.579
EBITDA/oneri finanziari	Mediana	11,47	23,54	26,97
	Totale	8,91	15,86	16,52
	Imprese con valore > 1	6.048	6.094	6.023
	% imprese con valore > 1	93,84%	94,60%	94,11%
	N. imprese	6.446	6.442	6.400
PMI				
Oneri finanziari/fatturato	Mediana	0,67%	0,37%	0,33%
	Totale	1,56%	0,90%	0,83%
	N. imprese	30.588	30.602	30.570
EBITDA/oneri finanziari	Mediana	10,33	17,31	19,18
	Totale	7,35	11,64	12,8
	Imprese con valore > 1	26.827	26.996	26.727
	% imprese con valore > 1	89,79%	90,47%	90,49%
	N. imprese	29.875	29.839	29.535

7.4. Il peso degli investimenti finanziari e le disponibilità liquide

Nell'ottica di comprendere la reale posizione debitoria delle imprese italiane, occorre analizzare anche gli investimenti finanziari delle stesse. Si nota come, in linea generale, gli investimenti finanziari in titoli o strumenti partecipativi siano di importanza marginale nei bilanci delle imprese italiane, come dimostrano i valori mediani del rapporto tra immobilizzazioni finanziarie e totale attivo (Tabella 7.17). Osservando i valori aggregati, si nota come le partecipazioni immobilizzate, che rappresentano presumibilmente investimenti strategici, pesino più dei crediti compresi tra le immobilizzazioni finanziarie.
Il peso delle disponibilità liquide nei bilanci delle imprese italiane esaminate è inferiore al 10%, mentre gli investimenti finanziari in elementi del capitale circolante (quali titoli o partecipazioni speculative) sono sostanzialmente non presenti. Non si notano apprezzabili differenze tra grandi imprese e PMI in merito agli investimenti finanziari.

Tabella 7.17 – Peso degli investimenti finanziari

		2023	2022	2021
Campione complessivo				
Immobilizzazioni finanziarie/totale attivo	Mediana	0,37%	0,37%	0,24%
	Totale	14,18%	13,79%	13,94%
	N. imprese	37.810	37.810	37.810
Crediti immobilizzazioni finanziarie /totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	2,53%	2,70%	2,53%
	N. imprese	37.776	37.772	37.775
Partecipazioni immobilizzate/totale attivo	Mediana	0,01%	0,01%	0,01%
	Totale	10,91%	10,36%	10,76%
	N. imprese	37.776	37.771	37.773
Disponibilità liquide/totale attivo	Mediana	7,46%	7,62%	9,20%
	Totale	7,94%	8,28%	9,41%
	N. imprese	37.810	37.810	37.810
Titoli circolante/totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	1,63%	1,44%	1,31%
	N. imprese	37.761	37.779	37.778
Partecipazioni circolante/totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	0,00%	0,00%	0,00%
	N. imprese	37.761	37.779	37.778
Grandi imprese				
Immobilizzazioni finanziarie/totale attivo	Mediana	1,21%	1,22%	0,94%
	Totale	12,27%	11,90%	12,14%
	N. imprese	6.585	6.585	6.585
Crediti immobilizzazioni finanziarie /totale attivo	Mediana	0,04%	0,03%	0,03%
	Totale	2,22%	2,56%	2,47%
	N. imprese	6.581	6.576	6.578
Partecipazioni immobilizzate/totale attivo	Mediana	0,00%	0,02%	0,02%
	Totale	9,51%	8,74%	9,18%
	N. imprese	6.581	6.576	6.577
Disponibilità liquide/totale attivo	Mediana	5,97%	5,79%	6,95%
	Totale	6,81%	7,08%	7,98%
	N. imprese	6.585	6.585	6.585
Titoli circolante/totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	1,22%	1,14%	1,03%
	N. imprese	6.561	6.574	6.576
Partecipazioni circolante/totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	0,00%	0,00%	0,00%
	N. imprese	6.561	6.574	6.576
PMI				
Immobilizzazioni finanziarie/totale attivo	Mediana	0,28%	0,27%	0,00%
	Totale	17,12%	16,63%	16,55%
	N. imprese	31.225	31.225	31.225
Crediti immobilizzazioni finanziarie /totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	3,00%	2,89%	2,60%
	N. imprese	31.195	31.196	31.197
Partecipazioni immobilizzate/totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	13,07%	12,78%	13,06%
	N. imprese	31.195	31.195	31.196
Disponibilità liquide/totale attivo	Mediana	7,87%	8,15%	9,80%
	Totale	9,68%	10,06%	11,50%
	N. imprese	31.225	31.225	31.225
Titoli circolante/totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	2,28%	1,88%	1,72%
	N. imprese	31.200	31.205	31.202
Partecipazioni circolante/totale attivo	Mediana	0,00%	0,00%	0,00%
	Totale	0,00%	0,00%	0,00%
	N. imprese	31.200	31.205	31.202

Volendo approfondire l'analisi delle disponibilità liquide detenute dalle imprese, le stesse non dovrebbero essere osservate soltanto sotto il profilo del peso rispetto al totale degli investimenti, ma anche considerando la loro relazione con i debiti da coprire. Osservando la capacità delle disponibilità di coprire diversi aggregati di debiti a livello di sistema (considerando i valori aggregati del campione), si nota come l'ammontare complessivo di liquidità detenuto dalle imprese del campione sia abbondantemente superiore ai debiti finanziari a breve (Tabella 7.18). La copertura di tali debiti, quindi, non sembra risultare problematica per le imprese italiane[43]. In realtà, la stessa analisi svolta a livello di singola società potrebbe evidenziare risultati differenti (si veda al riguardo il successivo paragrafo 7.5). Se consideriamo la totalità dei debiti finanziari, la fotografia cambia, essendo le disponibilità in grado di coprire meno del 60% delle posizioni debitorie in esame.
Se si aggiungono anche i debiti verso fornitori, che rappresentano una parte rilevante dell'esposizione debitoria delle società analizzate, si nota come le disponibilità siano inferiori al 30% della somma di debiti finanziari e debiti verso fornitori, con un lieve peggioramento nel triennio analizzato. Sembrano emergere qui alcuni profili critici. Tuttavia, l'analisi dei debiti commerciali dovrebbe tenere conto dei tempi di ritorno in forma monetaria del ciclo operativo, per comprendere i quali occorre considerare anche i crediti commerciali e le rimanenze[44]. Considerando la posizione debitoria totale, infine, le disponibilità si attestano stabilmente al di sotto del 20% dei debiti complessivi.

Tabella 7.18 – Rapporto tra disponibilità e tipologie di debiti (totale)

	2023	**2022**	**2021**
Disponibilità/debiti finanziari a breve	1,28	1,22	1,42
Disponibilità/debiti finanziari	0,56	0,54	0,58
Disponibilità/debiti finanziari e debiti verso fornitori	0,28	0,27	0,30
Disponibilità/debiti	0,16	0,17	0,19

7.5. I segnali di crisi

I dati sulla posizione debitoria e sulla copertura degli oneri finanziari si prestano anche a una lettura sulla presenza di imprese in crisi. Sebbene la valutazione della presenza di uno stato di crisi richieda un attento esame del verificarsi di più circostanze, alcuni indicatori possono essere usati per valutare situazioni di potenziale insolvenza.
Nella sezione che esamina la liquidità è già stato illustrato come i valori delle aziende del campione per incidenza degli oneri finanziari sul fatturato e rapporto tra EBITDA e oneri finanziari non presentino criticità, essendo il peso degli oneri finanziari contenuto ed essendo tali oneri abbondantemente coperti dall'EBITDA generato.
Con riferimento all'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato, possiamo osservare, a completamento di questo quadro, i valori soglia definiti dal CNDCEC in occasione della predisposizione del documento sugli indici di allerta che avrebbe dovuto accompagnare il nuovo Codice della crisi[45]. In tale documento (CNDCEC, 2019), si può vedere come i valori soglia riferibili all'indicatore basato sul rapporto tra oneri finanziari e fatturato vanno da 1,5% a 3,8% a seconda dei settori di attività considerati. I valori mediani nel campione di riferimento si attestano ben al di sotto dell'1% in tutti gli anni. I valori aggregati raggiungono un picco di 1,09% nel 2023, mentre assumono valori ben più bassi negli anni precedenti. Adottando la soglia più conservativa tra quelle definite dal CNDCEC, pari a 1,5%, si può notare una tendenza sfavorevole nel numero di imprese al di sopra di tale soglia. L'incidenza di tali imprese passa dal 14,4% nel 2021 al 15,4% nel 2022, per innalzarsi al 27% nel 2023 (risultati non riportati in tabella).
Con riferimento sempre al documento CNDCEC sui segnali di allerta, i due principali indicatori di crisi sono individuati nel patrimonio netto negativo e nel Debt Service Coverage Ratio (DSCR). Quest'ultimo può segnalare situazioni di crisi se inferiore a 1, indicando flussi di cassa insufficienti a far fronte alle uscite nel

[43] Sul punto, si veda l'analisi della posizione finanziaria netta presentata nella sezione 7.5.
[44] Su questo, si veda la trattazione del capitale circolante netto nel Capitolo 5.
[45] Tale versione degli indicatori di allerta come strumenti di rilevazione precoce della crisi non è mai stata applicata a seguito della riforma del Codice della crisi.

breve periodo. Nel campione in esame il numero di imprese con patrimonio netto negativo è estremamente contenuto, rimanendo inferiore al 2% in tutti gli anni (non riportato in tabella)[46]. Studi recenti sulle società quotate statunitensi, tuttavia, mostrano come molte imprese che versano in condizioni di deficit patrimoniale continuino a mantenere una normale operatività in presenza di un patrimonio netto negativo (Luo et al., 2021). L'incidenza delle imprese con patrimonio netto negativo è più marcata tra le PMI, mentre nelle grandi i valori sono ancora più contenuti.

Decisamente peggiore la fotografia che si ottiene guardando al DSCR, calcolato come rapporto tra flusso di cassa operativo (ottenuto come differenza tra EBITDA e capitale circolante netto commerciale, determinato come somma algebrica di crediti verso clienti, rimanenze e debiti verso fornitori) e debiti finanziari a breve termine (Tabella 7.19). Si nota, infatti, come l'incidenza delle imprese con valori inferiori a 1 di tale indicatore sia elevata, sfiorando il 50% delle imprese nel 2023 e superando tale soglia nei due anni precedenti. In questo caso, non si notano differenze marcate tra grandi imprese e PMI. Tuttavia, se si calcola il DSCR tenendo conto delle disponibilità liquide iniziali (DSCR_disp, calcolato come rapporto tra la somma di disponibilità iniziali e flusso di cassa operativo e debiti finanziari a breve termine), utili a far fronte a potenziali uscite nel breve termine, la fotografia cambia leggermente. La percentuale di imprese con DSCR_disp inferiore all'unità si attesta tra il 30% e il 35% in tutti gli anni osservati, con un lieve miglioramento nel tempo. Anche in questo caso, non si notano differenze significative tra grandi imprese e PMI. Decisamente più confortanti i valori mediani e i valori aggregati ottenuti includendo le disponibilità iniziali, sempre superiori a 2.

Questi risultati, ottenuti partendo da dati di bilancio, devono comunque essere interpretati con cautela, dal momento che si basano sui flussi prodotti nell'anno e sulle disponibilità iniziali e sul loro confronto con il debito esistente a fine anno, la cui copertura dovrebbe essere garantita dai flussi di cassa prospettici[47], oltre che dal rinnovo delle linee di finanziamento esistenti[48]. Non avendo a disposizione dati prospettici e dati relativi alla disponibilità del ceto bancario di rinnovare gli affidamenti esistenti, ai fini di questa analisi sono stati impiegati dati storici che non consentono la formulazione di giudizi definitivi circa l'esistenza di situazione di tensione finanziaria.

[46] Sul punto, si veda il Capitolo 6 del presente volume, che approfondisce il tema del patrimonio netto e della sua composizione.

[47] Difatti, nella formulazione del documento del CNDCEC sugli indici di allerta, le imprese avrebbero dovuto utilizzare un DSCR prospettico ai fini dell'individuazione di segnali di crisi.

[48] Si pensi al caso dello sconto delle fatture dei clienti che, nel caso prevalente di cessioni pro solvendo, genera un debito di natura finanziaria che tende a rinnovarsi nel tempo in via continuativa.

Tabella 7.19 – Imprese con segnali di crisi

		2023	2022	2021
Campione complessivo				
DSCR	N. < 1	14.356	16.846	16.026
	N. imprese	28.789	30.147	29.892
	% imprese	49,87%	55,88%	53,61%
	Mediana	1,10	0,68	0,80
	Totale	0,99	0,84	0,95
DSCR_disp	N. < 1	9.550	10.769	10.286
	N. imprese	28.789	30.147	29.892
	% imprese	33,17%	35,72%	34,41%
	Mediana	2,55	2,19	2,33
	Totale	2,21	2,12	2,26
Debiti finanziari/EBITDA	Negativo	2.248 (6,0%)	2.314 (6,1%)	2.387 (6,3%)
	Tra 1 e 5	12.411 (32,9%)	12.567 (33,3%)	12.527 (33,2%)
	Tra 5 e 10	4.282 (11,3%)	4.742 (12,6%)	5.004 (13,3%)
	Oltre 10	2.229 (5,9%)	3.073 (8,1%)	3.476 (9,2%)
Grandi imprese				
DSCR	N. < 1	2.376	2.988	2.837
	N. imprese	5.085	5.204	5.168
	% imprese	46,73%	57,42%	54,90%
	Mediana	1,19	0,63	0,75
	Totale	0,97	0,93	1,02
DSCR_disp	N. < 1	1.636	2.010	1.879
	N. imprese	5.085	5.204	5.168
	% imprese	32,17%	38,62%	36,36%
	Mediana	2,40	2,38	2,41
	Totale	2,14	2,05	2,11
Debiti finanziari/EBITDA	Negativo	186 (2,8%)	221 (3,4%)	247 (3,8%)
	Tra 1 e 5	2.168 (32,9%)	2.209 (33,5%)	2.247 (34,1%)
	Tra 5 e 10	691 (10,5%)	744 (11,3%)	830 (12,6%)
	Oltre 10	255 (3,9%)	392 (6,0%)	449 (6,8%)
PMI				
DSCR	N. < 1	11.980	13.858	13.189
	N. imprese	24.704	24.943	24.724
	% imprese	48,49%	55,56%	53,34%
	Mediana	1,09	0,69	0,82
	Totale	1,02	0,72	0,83
DSCR_disp	N. < 1	7.914	8.759	8.407
	N. imprese	24.704	24.943	24.724
	% imprese	32,04%	35,12%	34,00%
	Mediana	2,66	2,64	2,69

	Totale	2,42	2,22	2,35
Debiti finanziari/EBITDA	Negativo	2.062 (6,6%)	2.093 (6,7%)	2.140 (6,9%)
	Tra 1 e 5	10.243 (32,8%)	10.358 (33,2%)	10.280 (33,0%)
	Tra 5 e 10	3.591 (11,5%)	3.998 (12,8%)	4.174 (13,4%)
	Oltre 10	1.979 (6,3%)	2.681 (8,6%)	3.027 (9,7%)

Per meglio valutare la reale posizione debitoria delle imprese, tenendo conto delle disponibilità liquide da esse detenute, è stata osservata la posizione finanziaria netta (PFN), che fornisce informazioni sull'esposizione debitoria al netto delle disponibilità liquide, rappresentando di fatto il reale grado di indebitamento di un'impresa.
Guardando alla PFN, ottenuta come differenza tra debiti finanziari e disponibilità liquide, e alla PFN a breve, che considera solo i debiti finanziari a breve, si nota come molte delle imprese nel campione presentino valori negativi (Tabella 7.20). Tali posizioni corrispondono a imprese che hanno disponibilità liquide in grado di coprire l'ammontare dei debiti oggetto di analisi, non presentando di fatto un reale debito. La percentuale di tali imprese si aggira intorno al 45% nel caso della PFN, con una lieve crescita nel tempo e senza marcate differenze tra grandi imprese e PMI, mentre se si considera la PFN a breve il dato supera, nel complesso, il 60%, seppure in lieve calo tra il 2021 e il 2023.
Da ultimo, si segnala che nel corso del triennio oggetto di analisi la durata media del debito verso fornitori, che rappresenta un potenziale indicatore dell'esistenza di tensioni finanziarie, è, seppur leggermente, diminuita (sul punto, si veda il capitolo 5). Il dato, peraltro, si differenzia in modo piuttosto significativo nei due cluster dimensionali osservati, con una durata decisamente più elevata per le PMI (valore mediano di 86,3 giorni nel 2023, contro il 68,2 per le grandi).

Tabella 7.20 – Posizione finanziaria netta

euro/000		2023	2022	2021
Campione complessivo				
Posizione finanziaria netta	Negativa	17.034	16.109	16.636
	N. imprese	37.790	37.787	37.786
	% imprese	45,1%	42,6%	44,0%
	Mediana	169	339	231
	Totale	119.315.442	129.906.943	113.820.475
Posizione finanziaria netta a breve	Negativa	23.102	22.934	24.411
	N. imprese	37.790	37.787	37.786
	% imprese	61,1%	60,7%	64,6%
	Mediana	-187	-173	-309
	Totale	-33.056.740	-26.877.355	-46.642.981
Grandi imprese				
Posizione finanziaria netta	Negativa	3.021	2.823	2.910
	N. imprese	6.585	6.585	6.585
	% imprese	45,9%	42,9%	44,2%
	Mediana	842	1924	1369
	Totale	66.345.394	70.446.436	63.934.154
Posizione finanziaria netta a breve	Negativa	3.860	3.784	4.055
	N. imprese	6.585	6.585	6.585
	% imprese	58,6%	57,5%	61,6%
	Mediana	-394	-256	-690
	Totale	-12.547.941	-6.309.346	-13.668.804
PMI				
Posizione finanziaria netta	Negativa	14.013	13.286	13.726
	N. imprese	31.205	31.202	31.201
	% imprese	44,9%	42,6%	44,0%
	Mediana	144	277	191
	Totale	52.970.048	59.460.507	49.886.321
Posizione finanziaria netta a breve	Negativa	19.242	19.150	20.356
	N. imprese	31.205	31.202	31.201
	% imprese	61,7%	61,4%	65,2%
	Mediana	-173	-167	-284
	Totale	-20.508.798	-20.568.009	-32.974.177

7.6. Riflessioni di sintesi

La comprensione della struttura finanziaria e dei flussi al servizio del debito è essenziale per valutare le condizioni di solvibilità delle imprese. Le evidenze raccolte mostrano come, nel triennio preso in considerazione, le imprese italiane sembrino ricorrere in misura equilibrata al capitale di terzi e al capitale proprio per finanziare i propri investimenti, con livelli di indebitamento spesso contenuti e al di sotto delle soglie di rischio teoriche e un buon rapporto tra investimenti duraturi e fonti finanziarie a medio-lungo termine. Il livello di indebitamento risulta complessivamente basso se si guarda soltanto ai debiti finanziari e, in particolare, alla posizione finanziaria netta che risulta negativa in una percentuale significativa delle società esaminate. Da questo quadro, sostanzialmente tranquillizzante, emerge tuttavia una certa propensione a privilegiare il ricorso al debito a breve, con la conseguenza che l'analisi del DSCR ha evidenziato criticità potenzialmente diffuse nel risultare solvibili a breve termine. Occorre, peraltro, osservare che i flussi di cassa prodotti dalle imprese sembrano sufficienti in larga parte a coprire gli oneri finanziari connessi al debito, oneri che si mantengono sostenibili nonostante l'aumento dei tassi nel periodo oggetto di studio

Guardando alla natura dei capitali presi a prestito, si confermano gli studi che vedono negli enti creditizi il primario interlocutore delle società italiane, mentre sono poco utilizzati i finanziamenti da soci o tramite prestiti obbligazionari. Ricorrono maggiormente al credito bancario le imprese di piccole e medie dimensioni (Gambacorta et al., 2014). Le evidenze sono in linea con precedenti studi che mostrano un sostanziale aumento dei livelli di capitalizzazione delle imprese italiane a partire dal 2011. Numerosi fattori possono aver concorso alla definizione di tale tipo di struttura finanziaria, quali la crisi pandemica, il rialzo dei tassi di interesse negli anni successivi al periodo pandemico e le numerose incertezze e rischi che gravano sulle imprese nello scenario attuale.
Emerge anche una significativa porzione di imprese che non ricorrono a capitale di terzi per finanziarsi (imprese c.d. *zero-leverage*). Alcuni studiosi mostrano come, in molti contesti, le imprese siano lontane da quella che potrebbe essere ritenuta la struttura finanziaria ottimale (Korteweg, 2010). Dall'analisi condotta, il rapporto tra il rendimento medio degli investimenti e il costo del debito riscontrato, sembrerebbe dare spazio ad un maggior ricorso al debito per finanziare gli investimenti in essere e i nuovi. Le scelte circa il ricorso al debito, tuttavia, dipendono da numerosi fattori, non ultimo la vitalità stessa delle imprese che caratterizzano il tessuto italiano e la loro attuale propensione alla crescita e agli investimenti. Inoltre, la letteratura mostra come le imprese tendano a ridurre i livelli di indebitamento o a non contrarre debito in caso di aumento dei rischi operativi, individuando nella riduzione dei rischi finanziari una contromisura (Simintzi et al., 2015). Alla luce dei recenti sviluppi a livello macroeconomico e dei fattori di rischio per le imprese emersi in tempi recenti, un tempo difficilmente identificabili o prevedibili, molte imprese potrebbero essere spinte a una riduzione dell'esposizione debitoria per bilanciare i rischi operativi percepiti.

8. IL LAVORO E IL PERSONALE DIPENDENTE

Paola Ramassa

8.1 Gli andamenti complessivi

Il contributo dei lavoratori dipendenti rappresenta un elemento centrale per l'economia dell'azienda: le conoscenze, abilità e competenze del personale possono consentire una gestione efficace ed efficiente, svolgendo un ruolo cruciale per il conseguimento di un vantaggio competitivo. In una prospettiva economico-aziendale, le prestazioni dei lavoratori costituiscono un fattore produttivo essenziale per il perseguimento dell'equilibrio economico (Giannessi, 1970), che deve consentire una remunerazione adeguata a tutti i fattori produttivi utilizzati. Il lavoro umano, tuttavia, non può essere del tutto assimilato agli altri fattori produttivi, per cui il trattamento congruo delle persone che lavorano nelle imprese deve tenere conto sia del profilo etico sia di aspetti extraeconomici che non possono essere ignorati (Ferrero, 1987).
Con riguardo all'entità della remunerazione, la dottrina economico aziendale rileva come i lavoratori siano portatori di interessi personali che sono possono essere allineati a quelli dell'azienda, ma anche contrastare con le condizioni del suo equilibrio (Amaduzzi, 1957). Da un lato, infatti, i dipendenti hanno interesse alla sopravvivenza dell'impresa, da cui dipende la conservazione del posto di lavoro e il reddito che consente il loro sostentamento familiare. Dall'altro, l'azienda cerca di acquistare nel modo più economico tutti i fattori produttivi, mentre i dipendenti hanno un interesse naturale a conseguire remunerazioni più elevate, che riducono il risultato economico da cui traggono la remunerazione i proprietari. Questo trade-off porta a domandarsi se la remunerazione adeguata possa intendersi semplicemente come quella per cui il lavoratore accetta di prestare la sua opera a favore dell'impresa nel breve termine, in una rigida (e sovente miope) applicazione del meccanismo della domanda e dell'offerta. Questa interpretazione contrasta con il ruolo chiave dei lavoratori, che rappresentano il perno del sistema sociale degli stakeholder aziendali, e con il principio che il lavoro debba essere svolto con dignità per il bene dei lavoratori (Masini, 1979). Da questo punto centrale derivano le proposte di Masini (1979) relative alla partecipazione agli organi di governo e alla ripartizione del risultato economico tra portatori di capitale e lavoratori, così come il principio che l'organizzazione del lavoro sia in grado di realizzare le aspirazioni materiali e spirituali dei lavoratori.
La centralità del lavoro emerge anche nell'ambito delle dimensioni ESG della gestione aziendale, in particolare rispetto a quella sociale, che impone un impegno strutturato verso i lavoratori, riconoscendone il ruolo strategico nella sostenibilità di lungo periodo delle imprese. Ai lavoratori dipendenti è infatti dedicato uno specifico standard di rendicontazione europeo, l'ESRS-S1 (Own workforce), che mira a far comprendere ai lettori delle relazioni di sostenibilità gli impatti positivi e negativi, attuali e potenziali, delle imprese sui propri lavoratori. Più in generale, a livello di sistema economico, la creazione di posti di lavoro e la retribuzione del personale sono una delle espressioni più concrete del contributo delle imprese al benessere della società, meritevole di tutela nell'ambito dell'interesse nazionale inteso in senso ampio (Quagli, 2025).
Partendo da queste considerazioni, l'analisi della remunerazione dei lavoratori da parte delle imprese italiane è di particolare interesse anche alla luce delle tendenze attualmente in atto sul mercato del lavoro. Tra queste, la trasformazione digitale sta avendo un rilevante impatto sulle modalità di erogazione della prestazione lavorativa, con riferimento sia al lavoro ibrido sia alle possibilità di impiego dell'intelligenza artificiale a supporto o in sostituzione del lavoro umano. Altre dinamiche incidono direttamente sulla capacità di attrarre lavoratori da parte delle imprese, che nel nostro Paese segnalano notevoli difficoltà nel reclutamento di numerose figure professionali (Centro Studi Confindustria, 2024).
Questa criticità rischia di aggravarsi per effetto del progressivo calo demografico e dell'elevato flusso di emigrazioni – soprattutto di giovani qualificati – verso l'estero (ISTAT, 2025), la c.d. fuga dei cervelli, che contribuisce a un crescente squilibrio tra la popolazione in età attiva e non attiva. Tale fenomeno appare legato a due fattori di estremo rilievo per i lavoratori, soprattutto giovani: le possibilità di equilibrio tra vita privata e lavoro e il livello delle retribuzioni (Fondazione Nord Est, 2024). La conciliazione tra lavoro e vita privata risulta un'esigenza sempre più avvertita, in particolare in seguito al periodo pandemico, e il suo

mancato soddisfacimento contribuisce alle tendenze recenti di grandi dimissioni e del c.d. *quiet quitting* (Gallup, 2024), che causano un elevato *turnover* del personale o un minor impegno da parte dei lavoratori.
Inoltre, il livello delle retribuzioni nel nostro Paese risulta poco attrattivo in base ai risultati di numerose indagini. Tra queste, l'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL, 2025) osserva che tra i Paesi a economia avanzata del G20 l'Italia ha subito le peggiori perdite in termini assoluti di potere d'acquisto dei salari a partire dal 2008. La perdita di potere d'acquisto è stata tale da sollevare un dibattito sulla c.d. questione salariale: i redditi dei lavoratori dipendenti a parità di potere d'acquisto sono infatti scesi del 3,4% dal 1991 al 2023 (Garnero-Mania, 2025). Questo dato di lungo periodo mette in evidenza una seria criticità, con una riduzione in termini reali che appare scollegata dai profitti e anche dall'incremento della produttività del lavoro[49]. Concentrandosi sugli ultimi anni, si osserva che al recupero occupazionale registrato sia in termini di unità che di intensità di lavoro non è corrisposto un incremento delle retribuzioni tale da compensare pienamente la recrudescenza dell'inflazione (INPS, 2024). Tali dinamiche sono particolarmente preoccupanti poiché alimentano un circolo vizioso, in cui il livello ridotto delle retribuzioni induce i giovani qualificati all'emigrazione e incide negativamente sulla natalità dei cittadini che rimangono in Italia con remunerazioni ridotte, con un ulteriore impatto negativo sull'andamento demografico.
Queste tendenze suscitano notevole attenzione – e qualche preoccupazione – per l'evoluzione del rapporto tra impresa e lavoratori, che può essere indagato nella prospettiva dell'Economia Aziendale attraverso l'analisi dei dati di bilancio delle imprese del campione. A questo proposito, è opportuno precisare che le informazioni che è possibile trarre dai bilanci aziendali, che sono l'oggetto di questo capitolo, riguardano i costi per il lavoro sostenuti dalle imprese, presupponendo l'assenza di lavoro irregolare (il c.d. lavoro nero) alla luce della dimensione aziendale delle imprese che redigono il bilancio in forma ordinaria. I bilanci non espongono infatti le retribuzioni nette percepite dai lavoratori, bensì i costi sostenuti dalle imprese, la cui corresponsione è in parte differita (es. contributi previdenziali, TFR) e comunque soggetta al prelievo fiscale.

8.1.1. I costi per il personale

Il dato di bilancio più rilevante per cogliere la remunerazione del lavoro come fattore produttivo è il costo per il personale dipendente (voce B.9 del Conto Economico), che include il costo per la remunerazione dei lavoratori legati all'azienda da un rapporto di lavoro subordinato, incluso il lavoro interinale (OIC 12, par.66).
Per interpretare correttamente l'andamento dei suoi valori nel triennio di analisi, bisogna considerare che alcuni costi riconducibili al personale aziendale inteso in senso ampio sono inclusi nello schema civilistico tra i costi per servizi. L'OIC 12 prevede infatti che la relativa voce B.7 del Conto Economico comprenda, tra gli altri, i seguenti costi:

- i costi per compensi e rimborsi spese ad amministratori e sindaci;
- i costi per il personale distaccato presso la società e dipendente da altre società;
- gli accantonamenti ai fondi di indennità per la cessazione di rapporti di agenzia e rappresentanza, ai fondi di indennità suppletiva di clientela ed ai fondi di indennità per la cessazione di rapporti di collaborazione coordinata e continuativa;
- e continuativa senza vincolo di subordinazione (c.d. lavoro parasubordinato);
- i costi dei buoni pasto distribuiti ai dipendenti e, soprattutto,
- i corrispettivi per prestazioni di lavoro autonomo in base a rapporti di collaborazione coordinata.

Non essendo possibile distinguere dai prospetti contabili tali costi da quelli per servizi esterni, le analisi proposte in questo capitolo si concentrano sui costi del personale dipendente esposti nella voce B.9.
Per questo motivo, l'analisi prende in esame le imprese del campione di riferimento (composto da 37.810 imprese) ad esclusione di quelle che per tutto il triennio considerato hanno registrato un costo per il personale nullo (1.994 società)[50]. I dati di seguito presentati si riferiscono quindi a un campione di 35.818 società, salvo i casi in cui sia indicato nelle tabelle un numero inferiore per indisponibilità di dati.

[49] L'ISTAT rileva che nel periodo 1995-2023 la produttività del lavoro ha registrato una crescita media annua dello 0,4%, derivante da un incremento medio del valore aggiunto pari allo 0,9% e delle ore lavorate pari a +0,5%. La versione integrale della relazione è disponibile all'indirizzo https://www.istat.it/wp-content/uploads/2025/01/REPORT_PRODUTTIVITA_2023.pdf
[50] Tali imprese si concentrano nel macrosettore delle costruzioni (47,99%) e nel 9% dei casi sono holding operative (codice ATECO 70100). Il 40% di queste imprese (798 società) non supera i 100 mila euro di ricavi di vendita per alcuno degli anni del triennio preso in esame e il 19,6% (390 società) riporta in bilancio ricavi di vendita nulli per tutto il triennio.

Il costo del personale, misurato dall'ammontare della voce B.9 del Conto Economico, presenta una crescita nel triennio in esame, raggiungendo nel campione di 35.816 società per cui il dato è disponibile un valore mediano per impresa di 2,4 milioni di euro nel 2023 (Tabella 8.1). Il costo del personale mediano aumenta con un tasso decrescente, pari all'8,97% dal 2021 al 2022 e del 3,74% nell'anno successivo (Tabella 8.2). La sua incidenza mediana sul valore della produzione risulta sostanzialmente stabile tra il 12% e il 13% della classe A di Conto Economico, con una flessione nel 2022 (12,42%, dal 13,06% del 2021), parzialmente recuperata nel 2023 (12,73%) (Tabella 8.2).

Tabella 8.1 – Incidenza del costo del personale sul valore della produzione

euro/000	2023	% Valore prod.	2022	% Valore prod.	2021	% Valore prod.
Totale	214.660.573	11,41%	202.863.456	10,27%	188.008.379	11,75%
Mediana	2.369	12,73%	2.284	12,42%	2.096	13,06%
N. imprese	35.816		35.816		35.816	

Tabella 8.2 – Tassi di variazione del costo del personale nel triennio

Var.%	2023/2022	2022/2021
Totale	5,82%	7,90%
Mediana	3,74%	8,97%

Un'analisi più puntuale sulle componenti del costo del personale consente di cogliere il peso delle singole categorie sul costo complessivo e la sua dinamica (Tabella 8.3). Queste comprendono:

- i costi per salari e stipendi (voce B.9a);
- i costi per oneri sociali (voce B.9b);
- la quota TFR annuale (voce B.9c);
- i costi per trattamento di quiescenza e simili (voce B.9d);
- gli altri costi per il personale dipendente (B.9e).

Tabella 8.3 – Le classi componenti il costo del personale

euro/000	2023	% Costo personale	2022	% Costo personale	2021	% Costo personale
Salari e stipendi						
Totale	153.744.927	71,62%	144.306.238	71,13%	134.649.205	71,62%
Mediana	1.706	72,02%	1.619	70,90%	1.507	71,93%
Oneri sociali						
Totale	44.143.667	20,56%	41.134.719	20,28%	38.553.559	20,51%
Mediana	497	20,98%	466	20,39%	433	20,65%
TFR						
Totale	9.569.353	4,46%	10.347.064	5,10%	8.903.618	4,74%
Mediana	111	4,70%	139	6,08%	110	5,23%
Trattamento di quiescenza						
Totale	364.268	0,17%	313.546	0,15%	387.631	0,21%
Mediana	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Altri costi						
Totale	6.423.786	2,99%	5.010.695	2,47%	5.345.436	2,84%
Mediana	6	0,26%	6	0,28%	4	0,18%

I costi per salari e stipendi rappresentano la componente più rilevante: incidono per circa il 72% sull'ammontare totale dei costi per il personale nel triennio analizzato e si attestano su un valore mediano di 1,7 milioni di euro nel 2023 (Tabella 8.3). Tali costi comprendono tutti gli elementi fissi e variabili che entrano a comporre la retribuzione per legge e/o per contratto, incluse le quote maturate per mensilità aggiuntive e ferie al lordo delle ritenute per imposte ed oneri sociali a carico del dipendente. Sono inoltre ricompresi in questa voce i compensi per lavoro straordinario, le indennità e gli altri elementi che compongono la retribuzione lorda in busta paga, quali premi aziendali e indennità di vario genere (es. per rischio, sostitutiva di mensa, di trasferta o di mancato preavviso).
Si tratta di una voce di particolare rilevanza poiché la sua analisi consente di interpretare l'andamento delle remunerazioni dei dipendenti, che nel nostro Paese sono state caratterizzate da una stagnazione che ha fatto emergere con tutta evidenza la "questione salariale" (Garnero-Mania, 2025). Per questo motivo, i costi per salari e stipendi sono oggetto di un approfondimento specifico, anche in termini reali e a livello unitario, nel successivo paragrafo 8.2.
Gli oneri sociali, che includono i costi a carico della società da corrispondere a enti previdenziali e assicurativi, rappresentano una quota poco superiore al 20% dei costi complessivi del personale nell'arco del triennio, con un importo mediano pari a 497 mila euro nel 2023 (Tabella 8.3). Le altre tre voci analizzate rappresentano percentuali largamente inferiori del costo totale esposto in B.9 di Conto Economico. L'accantonamento di competenza dell'esercizio per il trattamento di fine rapporto maturato a favore dei dipendenti, che le imprese effettuano qualsiasi sia la destinazione del TFR, incide per circa il 5% sul costo complessivo dei dipendenti, con un importo mediano di 111 mila euro nel 2023.
I costi per trattamento di quiescenza e simili e gli altri costi, esposti alle voci B.9d e B.9.e del Conto Economico, incidono per percentuali assai limitate sul costo del personale (Tabella 8.3). I primi, che presentano un importo totale di 364 milioni di euro e un valore mediano nullo nel 2023, comprendono gli accantonamenti a eventuali fondi di previdenza integrativi diversi dal TFR e previsti in genere dai contratti collettivi di lavoro, da accordi aziendali o da norme aziendali interne. Gli altri costi, con un valore mediano di 6 mila euro nel 2023, includono tutti gli altri costi relativi, direttamente o indirettamente, al personale dipendente, quali − a titolo di esempio − indennità per prepensionamento, incentivi all'esodo, borse di studio a favore dei dipendenti e dei loro familiari e oneri di utilità sociale che si concretizzano in erogazioni dirette a favore dei dipendenti.

Tabella 8.4 – Tassi di variazione delle classi del costo del personale nel triennio

Var.%	**2023/2022**	**2022/2021**
Salari e stipendi		
Totale	6,54%	7,17%
Mediana	5,38%	7,41%
Oneri sociali		
Totale	7,31%	6,69%
Mediana	6,75%	7,64%
TFR		
Totale	-7,52%	16,21%
Mediana	-19,89%	26,87%
Trattamento di quiescenza		
Totale	16,18%	-19,11%
Mediana	-	-
Altri costi		
Totale	28,20%	-6,26%
Mediana	-1,35%	69,89%

La Tabella 8.4 presenta i tassi di variazione annui delle cinque classi di costo sopra descritte, evidenziando una crescita regolare e allineata a quella del costo complessivo del personale per gli stipendi e gli oneri sociali. A livello mediano, salari e stipendi crescono a tassi decrescenti, pari al 7,41% nel 2022 e al 5,38% nel 2023, mentre gli oneri sociali aumentano con una variazione annua del 7,64% nel 2022 e del 6,75% nel 2023.

8.1.2. I fondi TFR e i fondi quiescenza

Con riguardo allo Stato Patrimoniale, l'analisi dei fondi di quiescenza e del fondo TFR permette di conoscere la consistenza di tali fondi nei bilanci analizzati. Per il fondo di quiescenza, i dati esposti nella Tabella 8.5 confermano una diffusione limitata del fondo e importi ridotti nei casi in cui questo sia stato stanziato.

Tabella 8.5 – Fondi TFR e fondi di quiescenza a Stato Patrimoniale

euro/000	2023	% Passivo	2022	% Passivo	2021	% Passivo
Fondi di quiescenza						
Totale	5.080.683	0,75%	4.873.752	0,77%	4.658.658	0,75%
Mediana	151	0,76%	147	0,75%	138	0,76%
N. imprese con f.di quiesc.	11.913		11.661		11.568	
Fondo TFR						
Totale	24.214.330	1,38%	24.343.709	1,42%	23.109.149	1,46%
Mediana	407	2,32%	406	2,39%	386	2,48%
N. imprese con fondo TFR	34.955		35.012		34.985	

Nota: i valori indicati si riferiscono alle sole società che presentano tali fondi in bilancio, la cui numerosità è indicata in Tabella

Infatti, nel 2023 meno di un terzo delle imprese del campione ha un fondo quiescenza di valore diverso da zero e l'importo mediano per le società che lo hanno è di 151 mila euro, pari allo 0,76% del totale passivo. Il fondo TFR è invece presente nella quasi totalità dei bilanci analizzati (97,6%). Ciò significa che anche la maggioranza delle aziende con almeno 50 dipendenti, che dal 2007 trasferiscono al Fondo Tesoreria INPS il TFR dei dipendenti che non hanno optato per la destinazione a fondo pensione, ha ancora in bilancio il fondo TFR accumulato prima del 2007, che continua a essere oggetto di rivalutazione. Il valore mediano del fondo TFR, in lieve crescita nel triennio analizzato, nel 2023 è di 407 mila euro, pari al 2,32% del totale passivo.
Per comprendere meglio la composizione del campione a livello di dipendenti occupati, è utile considerare il numero di dipendenti mediamente impiegati nell'esercizio riportato nei bilanci analizzati, una grandezza indispensabile anche per interpretare gli andamenti delle remunerazioni. A questo proposito, è necessario precisare che questa informazione, seppur obbligatoria, non è sempre riportata in bilancio e/o nella banca dati AIDA utilizzata per questo studio. Per questo motivo, l'analisi riportata nella Tabella 8.6 include solo le aziende per cui questo dato era disponibile al momento dello svolgimento della ricerca, indicato nell'ultima riga della Tabella e notevolmente inferiore per il 2023 (32.334 società) rispetto agli anni precedenti (35.666 nel 2022 e 35.724 nel 2021).

Tabella 8.6 – La numerosità del personale dipendente

	2023	2022	2021
Totale dipendenti	3.779.688	3.821.422	3.673.191
Media dipendenti	117	107	103
Mediana dipendenti	50	46	45
% imprese con più di 15 dipendenti	81,29%	78,30%	77,64%
% imprese con più di 50 dipendenti	49,61%	46,33%	45,06%
% imprese con aumento dipendenti da anno prec.	61,50%	51,37%	48,23%
N. imprese incluse nell'analisi	32.334	35.666	35.724

Tale copertura più limitata per il 2023 deve essere considerata nell'interpretare l'andamento del numero totale di lavoratori dipendenti, che risulta in crescita dal 2021 al 2022, quando supera i 3,8 milioni di lavoratori (Tabella 8.6). Il dato mediano evidenzia un aumento progressivo dalle 45 alle 50 unità nell'arco del triennio, con più di tre quarti delle società del campione che impiegano più di 15 dipendenti, soglia rilevante per le maggiori tutele a favore dei lavoratori in tema di licenziamento. A questo proposito, è interessante rilevare

che i dati evidenziano una discontinuità intorno alla soglia dei 15 dipendenti: la distribuzione delle frequenze indica infatti una concentrazione di imprese che impiegano fino a 15 dipendenti, in particolare con 12, 13 e 14 dipendenti. Al di là di questo fenomeno, la tendenza generale alla crescita dimensionale è confermata dalla percentuale crescente di imprese che hanno aumentato il numero dei dipendenti nell'arco di ciascun esercizio, che supera il 60% nel 2023.
Con riferimento alla dimensione aziendale, è interessante osservare l'andamento del costo del personale nel triennio nelle diverse classi di aziende, definite in base ai ricavi delle vendite e al numero di dipendenti (Tabella 8.7). L'analisi mostra una crescita progressiva, seppur moderata, del costo mediano del personale per le aziende di minori dimensioni, determinate sia in base al volume di affari sia in base alla numerosità dei dipendenti. Nelle aziende di maggiori dimensioni, e anche tra quelle con un numero di dipendenti compreso tra 16 e 50, il costo mediano del 2023 risulta invece inferiore rispetto a quello del 2021. È opportuno sottolineare che questa tendenza emerge già con riferimento ai valori nominali, che non tengono conto della perdita di potere d'acquisto dovuta all'inflazione, osservata in numerose indagini e oggetto di approfondimento nel prossimo paragrafo.

Tabella 8.7 – Il costo mediano del personale per classi dimensionali

euro/000	2023	2022	2021
Costo del personale - PMI (A.1<= 50 mln)	1.936	1.890	1.772
Costo del personale - grandi imprese (A.1> 50 mln)	9.046	8.534	9.256
Costo del personale (fino a 15 dipendenti)	390	333	309
Costo del personale (tra 16 e 50 dipendenti)	4.486	4.885	4.615
Costo del personale (oltre 50 dipendenti)	4.549	4.974	4.691

Nota: le classi dimensionali sono determinate per ciascuno degli anni indicati

Con riguardo al costo unitario mediano, la Tabella 8.8 evidenzia gli andamenti per tutte le imprese del campione che riportano i dati necessari per il calcolo, la cui numerosità è indicata per ciascun anno nell'ultima riga della Tabella. Risulta che il costo mediano del personale annuo per ciascun dipendente varia tra i 47 e i 58 mila euro nel corso del triennio. Considerando le classi dimensionali, i risultati indicano il costo mediano più elevato per le imprese con ricavi sotto i 50 milioni, che passano da 56 a 58 mila euro, e il costo inferiore per le imprese fino a 15 dipendenti (da 41 a 47 mila euro).

Tabella 8.8 – Il costo unitario mediano del personale per classi dimensionali

euro/000	2023	2022	2021
Costo del personale - PMI (A.1<= 50 mln)	58	57	56
Costo del personale - grandi imprese (A.1> 50 mln)	49	49	45
Costo del personale (fino a 15 dipendenti)	47	48	41
Costo del personale (tra 16 e 50 dipendenti)	48	51	48
Costo del personale (oltre 50 dipendenti)	48	51	48
N. imprese incluse nell'analisi	32.117	35.437	35.459

Nota: le classi dimensionali sono determinate per ciascuno degli anni indicati

8.2. Un'analisi degli stipendi: il rapporto con la performance delle imprese e la dinamica delle remunerazioni reali

8.2.1. L'andamento degli stipendi in relazione alla redditività aziendale

Tra le componenti del costo del lavoro, la remunerazione del personale rappresentata nella voce salari e stipendi del Conto Economico è oggetto di particolare interesse poiché consente di analizzare l'andamento della retribuzione percepita dai lavoratori al lordo del prelievo fiscale. Questo profilo consente di riflettere sulla valorizzazione da parte delle imprese del contributo offerto dai lavoratori, a cui la dottrina economico aziendale ha attribuito un ruolo fondamentale per il sistema aziendale. Lo stesso equilibrio economico a

valere nel tempo incluso nella definizione di azienda di Giannessi (1970) deve essere "suscettibile di offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati", che includono con tutta evidenza il lavoro umano. Masini (1979) sottolinea come la valorizzazione del lavoro umano costituisca una condizione essenziale per perseguire la funzione economica e sociale dell'impresa, che è stata ulteriormente approfondita negli studi sulla responsabilità sociale d'impresa (Rusconi-Dorigatti, 2004). L'attuazione concreta di tali principi nelle imprese non può essere tuttavia data per scontata, soprattutto alla luce del ridotto livello delle remunerazioni rilevato da organizzazioni nazionali e internazionali (INPS, 2024; OIL, 2025).
Per questo è di notevole interesse interpretare la dinamica degli stipendi alla luce dell'andamento delle imprese sotto il profilo economico, consentendo di ottenere evidenze empiriche sull'effettiva valorizzazione del lavoro umano tenendo conto dei risultati aziendali. L'analisi del costo mediano per stipendi segmentando le imprese del campione in base al loro *return on assets* (ROA), determinato come il rapporto tra risultato netto e totale attivo, mostra una distribuzione non del tutto allineata alla naturale attesa che gli stipendi siano più elevati nelle imprese con performance migliori. I dati presentati nella Tabella 8.9 mostrano infatti come le imprese con una redditività positiva ma inferiore al 5% sostengano costi per stipendi inferiori non solo rispetto a quelli di imprese con redditività superiore, ma anche rispetto a quelli che chiudono in perdita. Questa differenza permane per tutti i tre anni considerati; nel 2023 le imprese in perdita hanno costi per stipendi del 13% più elevati rispetto alle imprese con una redditività positiva entro il 5%.

Tabella 8.9 – Il costo mediano per stipendi in base alla redditività aziendale (ROA)

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Costo mediano per stipendi (intero campione)	1.706	1.619	1.507
Nelle imprese con redditività negativa	1.703	1.758	1.633
Nelle imprese con redditività da 0 a 5%	1.482	1.433	1.379
Nelle imprese con redditività superiore al 5%	1.991	1.827	1.662

Per comprendere meglio questo risultato, è utile considerare anche il costo mediano per stipendi rapportato al numero di dipendenti, poiché questo andamento apparentemente anomalo potrebbe essere spiegato dal diverso numero di dipendenti delle imprese rientranti nelle diverse classi di redditività. L'analisi dei dati unitari per dipendente conferma invece la stessa tendenza (Tabella 8.10): per tutti i tre anni il costo degli stipendi per dipendente più basso è quello delle imprese con redditività positiva entro il 5%, inferiore anche a quello delle imprese in perdita. Queste evidenze sono compatibili con l'ipotesi che in questi casi il risultato economico positivo sia frutto anche di un ridotto costo per la retribuzione del personale, e non solo della capacità dell'impresa di generare reddito, che non dovrebbe sacrificare una remunerazione adeguata per tutti i fattori produttivi, lavoratori *in primis*.

Tabella 8.10 – Lo stipendio unitario mediano in base alla redditività aziendale (ROA)

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Stipendio unitario mediano (intero campione)	36,119	34,342	33,277
Nelle imprese con redditività negativa	35,963	34,085	33,061
Nelle imprese con redditività da 0 a 5%	35,065	33,259	32,238
Nelle imprese con redditività superiore al 5%	36,242	34,462	33,431
N. imprese incluse nell'analisi	32.095	35.409	35.441

8.2.2. L'andamento degli stipendi in relazione alla crescita strutturale

Un'altra prospettiva interessante per cogliere il costo degli stipendi in relazione agli andamenti aziendali è rappresentata dalla crescita strutturale, che dai dati di bilancio può essere determinata come la variazione del valore delle immobilizzazioni tecniche esposto a Stato Patrimoniale. Ci si può infatti attendere che le imprese in crescita, che stanno investendo in immobilizzazioni materiali e immateriali per rafforzare la loro struttura tecnica, siano anche in grado di remunerare il personale con stipendi più elevati.
I risultati dell'analisi, esposti nella Tabella 8.11, confermano questa aspettativa, evidenziando che sia nel 2022 sia nel 2023 le imprese che hanno incrementato il loro capitale tecnico dall'anno precedente hanno

registrato un costo mediano per stipendi maggiore rispetto a quelle con un decremento di capitale tecnico. Questo andamento può essere interpretato svolgendo due considerazioni, tra loro non alternative. In primo luogo, le imprese che hanno maggiori risorse disponibili per compiere investimenti volti alla crescita strutturale possono avere anche la capacità di remunerare in modo più soddisfacente i propri dipendenti. Inoltre, i maggiori investimenti in capitale tecnico possono richiedere l'opera di personale più qualificato, con conseguenti maggiori retribuzioni. I risultati ottenuti, relativi alla tendenza centrale rappresentata dalla mediana, non appaiono invece compatibili con la sostituzione di lavoro umano con investimenti strutturali in fattori a fecondità ripetuta, visto che alla crescita del capitale tecnico corrisponde un aumento del costo per stipendi. Questa osservazione appare di interesse alla luce dell'incremento delle immobilizzazioni tecniche, commentato nel capitolo 3, che ha avuto per oggetto soprattutto le immobilizzazioni materiali, con un aumento più rilevante per gli investimenti tecnici rispetto a quelli immobiliari.

Tabella 8.11 – Il costo mediano per stipendi in base alla crescita strutturale del triennio

euro/000	2023	2022
Imprese con riduzione del capitale tecnico dall'anno precedente	1.602	1.546
Imprese con aumento del capitale tecnico dall'anno precedente	1.861	1.734

Nota: il capitale tecnico è determinato come somma dei valori di immobilizzazioni immateriali e materiali a Stato Patrimoniale

8.2.3. La dinamica degli stipendi reali

L'analisi della remunerazione del lavoro umano richiede di prendere in esame, oltre agli andamenti dell'impresa che possono incidere sulle politiche retributive, anche la prospettiva dei lavoratori, che traggono dagli stipendi le risorse necessarie a provvedere ai bisogni personali e delle proprie famiglie. In questo senso, è importante considerare che il potere d'acquisto associato alle retribuzioni dei dipendenti è inevitabilmente influenzato dall'inflazione, che ha registrato livelli significativi nel triennio oggetto di analisi.
L'analisi degli stipendi reali (Tabella 8.12), determinati come il rapporto tra gli stipendi nominali esposti a Conto Economico e l'indice generale dei prezzi al consumo ISTAT, mette in luce una sostanziale stagnazione degli stipendi. Gli stipendi reali mediani per ciascuna impresa passano infatti da 1,44 milioni di euro nel 2021 a 1,427 milioni di euro nel 2023, e la stessa dinamica è rintracciabile anche a livello di valori medi e totali.

Tabella 8.12 – L'andamento degli stipendi reali

euro/000	2023	2022	2021
Totale	128.549.270	127.479.009	128.604.781
Media	3.592	3.562	3.593
Mediana	1.427	1.430	1.440

I tassi di variazione annui degli stipendi reali così determinati (Tabella 8.13) mostrano un calo a livello mediano sia dal 2021 al 2022 (-0,66%) sia dal 2022 al 2023 (-0,26%). Questa tendenza è particolarmente preoccupante se messa a confronto con la variazione positiva del PIL pro capite per occupato, rispettivamente del 6,33% e 4,61%, e del PIL per ora lavorata, che cresce su tassi intorno al 4% in entrambi gli anni (Tabella 8.13). Queste evidenze mettono in luce come la crescita economica misurata dall'andamento del PIL non si sia riflessa in un corrispondente incremento nella remunerazione reale dei lavoratori dipendenti, nonostante il ruolo centrale da essi svolto per il funzionamento delle imprese.

Tabella 8.13 – Tassi di variazione degli stipendi reali nel triennio

Var.%	2023/2022	2022/2021
Totale	0,84%	-0,88%
Media	0,83%	-0,85%
Mediana	-0,26%	-0,66%
PIL pro capite (per occupato)	4,61%	6,33%
PIL per ora lavorata	4,07%	3,93%

Per interpretare questo andamento considerando la prospettiva delle singole persone legate all'impresa da un rapporto di lavoro dipendente, è utile osservare anche la tendenza degli stipendi reali unitari. A livello mediano, la Tabella 8.14 mostra che lo stipendio reale di ciascun dipendente è passato dai 31.783 euro del 2021 ai 30.200 euro del 2023. Queste evidenze sono coerenti con l'interpretazione di altri studi sull'evoluzione delle retribuzioni, che ritengono che la stabilità o lieve crescita nel numero degli occupati sia stata ottenuta anche a prezzo di un livello molto contenuto degli stipendi. L'effetto dell'inflazione ha quindi determinato un'erosione del potere di acquisto associato alle retribuzioni, che non sono state adeguate in misura corrispondente alle mutate condizioni economiche.
Distinguendo le imprese per livello di redditività, misurata dal ROA, è possibile osservare i dati mediani degli stipendi reali unitari, che mostrano i valori più bassi per le imprese con redditività compresa tra 0 e 5%, pari a meno di 30.000 euro per gli esercizi 2022 e 2023 (Tabella 8.14).

Tabella 8.14 – L'andamento degli stipendi reali unitari (valori mediani)

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Stipendio reale unitario mediano (intero campione)	30,200	30,337	31,783
Nelle imprese con redditività (ROA) negativa	30,070	30,110	31,577
Nelle imprese con redditività (ROA) da 0 a 5%	29,319	29,381	30,791
Nelle imprese con redditività (ROA) oltre il 5%	30,303	30,444	31,930
N. imprese incluse nell'analisi	32.095	35.409	35.441

L'analisi dei tassi di variazione annui di questi valori indica che gli stipendi reali unitari, a livello mediano, sono calati del 4,55% nel 2022 e dello 0,45% nel 2023 (Tabella 8.15). Colpisce notare che le riduzioni più accentuate sono registrate nelle imprese con migliore performance economica - ROA oltre il 5% - dove il calo è stato rispettivamente del 4,66% e dello 0,46%.

Tabella 8.15 – Tassi di variazione degli stipendi reali unitari (valori mediani)

Var.%	**2023/2022**	**2022/2021**
Stipendio reale unitario mediano (intero campione)	-0,45%	-4,55%
Nelle imprese con redditività (ROA) negativa	-0,13%	-4,64%
Nelle imprese con redditività (ROA) da 0 a 5%	-0,21%	-4,58%
Nelle imprese con redditività (ROA) oltre il 5%	-0,46%	-4,66%
PIL pro capite (per occupato)	4,61%	6,33%
PIL per ora lavorata	4,07%	3,93%

8.3. Le scelte aziendali sui fattori produttivi: costi per lavoro, materie, servizi e uso della struttura

Le evidenze relative al costo del lavoro dipendente e agli stipendi finora presentate delineano un quadro critico con riguardo alla capacità delle imprese di offrire una remunerazione adeguata ai lavoratori. Ciò comporta implicazioni rilevanti per il benessere dei lavoratori, che non solo dovrebbe rappresentare una condizione indispensabile da un punto di vista sociale, ma rappresenta anche un elemento cruciale per l'attrazione e il mantenimento dei talenti. Questo profilo assume notevole rilevanza per la competitività aziendale nel medio e nel lungo termine, soprattutto tenendo conto di fenomeni come la fuga dei cervelli, il turnover del personale aggravatosi con le grandi dimissioni e il c.d. *quiet quitting*, meno misurabile ma ugualmente pericoloso per la performance delle imprese.
Sembra quindi essenziale tentare di comprendere meglio le scelte aziendali sulle retribuzioni del personale, inquadrandole nel più ampio contesto delle remunerazioni di diversi fattori produttivi. A tal fine, è utile determinare l'incidenza mediana sul valore della produzione dei costi associati all'utilizzo dei seguenti fattori produttivi:

- Materie prime e altri fattori a fecondità semplice, il cui costo è rappresentato dal consumo del fattore produttivo, ottenuto considerando i costi d'acquisto (B.6 di Conto Economico) al netto della variazione delle relative rimanenze (B.11 di Conto Economico);

- Servizi esterni, il cui costo è presentato alla voce costi per servizi (B.7) del Conto Economico;
- Personale dipendente, il cui costo annuo è pari alla corrispondente voce del Conto Economico (B.9);
- Fattori a fecondità ripetuta, il cui costo annuo è rappresentato dai costi di utilizzo della struttura, determinato sommando le quote annue di ammortamento (voci B.10a, B.10b), le altre svalutazioni delle immobilizzazioni tecniche (B.10c) e i costi per godimento di beni di terzi (B.8) a Conto Economico.

I risultati mostrano quanta parte del valore della produzione è destinato alla remunerazione dei suddetti fattori produttivi (Tabella 8.16). La maggiore incidenza è registrata per il consumo di materie prime, che cala da percentuali intorno al 42% fino al 40% circa nel 2023. L'incidenza degli altri costi è sostanzialmente stabile nell'arco del triennio, intorno al 17% per i servizi, tra il 12% e il 13% per il personale e intorno al 3% per l'utilizzo della struttura tecnica, tenendo conto sia dei fattori produttivi di proprietà, sia di quelli in affitto o leasing. Nell'interpretare il dato dei costi per servizi, bisogna considerare che nella stessa voce di Conto Economico sono compresi sia servizi esterni sia altri costi, quali ad esempio i compensi agli amministratori e la remunerazione del lavoro parasubordinato. Tali percentuali, inoltre, sono la sintesi di strutture dei costi che certamente presentano differenze da settore a settore e, all'interno del medesimo settore, a seconda del modello di business adottato dall'impresa.

Appare tuttavia interessante notare come a livello mediano i costi esterni relativi a materie prime e servizi pesino per quasi il 60% del valore della produzione, mentre la somma dei costi per il personale e la struttura tecnica si attesti intorno al 16%. La prevalenza del costo derivante dal consumo delle materie è coerente con i risultati esposti nel capitolo 5, che evidenziano anche un calo nel 2023 rispetto al 2022. Con riguardo all'incidenza mediana, si segnala che le differenze rispetto al capitolo 5 sono imputabili al fatto che il campione analizzato in questo capitolo non comprende le imprese che non hanno rilevato in bilancio costi per il personale nell'intero triennio, come specificato nel paragrafo 8.1.

Tabella 8.16 – L'incidenza mediana delle classi di costo sul valore della produzione

	2023	**2022**	**2021**
Costo del consumo di materie prime	40,22%	42,66%	42,11%
Costi per servizi	17,48%	17,55%	17,13%
Costo del personale	12,73%	12,42%	13,06%
Costo d'uso della struttura	3,11%	2,90%	3,04%

Nel confrontare queste percentuali e interpretare le loro variazioni vale la pena di ricordare che queste classi di costo sono generalmente caratterizzate da un diverso grado di rigidità. Ciò influenza in primo luogo la rapidità con cui tali costi possono variare nel tempo: per esempio, i costi per il consumo di materie prime possono variare con estrema rapidità, come mostra il calo registrato dal 2022 al 2023 (Tabella 8.16). Inoltre, alcuni costi derivano da scelte strutturali il cui impatto perdura negli esercizi successivi; si pensi all'acquisto di un cespite che sarà oggetto di ammortamento o alla stipula di un contratto di leasing pluriennale. In questa prospettiva, anche i costi del personale dipendente presentano elementi di rigidità, che potrebbero indurre le imprese a soppesare con cautela eventuali aumenti in periodi di notevole incertezza, per non appesantire la struttura dei costi mettendo a rischio l'equilibrio economico. Questo punto di vista potrebbe spiegare perché, nonostante i livelli di inflazione significativi, il calo dei costi per materie non si sia tradotto in un aumento delle retribuzioni del personale dipendente.

8.4. Un'analisi della distribuzione del valore aggiunto: lavoratori, proprietari, autopotenziamento e Stato

L'analisi dell'incidenza dei costi relativi ai diversi fattori produttivi ha messo in evidenza il peso notevole dei costi esterni sul valore della produzione aziendale. Nel breve termine, l'entità di tali costi può essere controllata solo in parte, dopo che l'impresa ha scelto il proprio modello di business, per esempio attraverso un'attenta selezione e monitoraggio dei fornitori di beni e servizi. Tenendo conto di questo aspetto, una

scelta aziendale di grande interesse per interpretare l'andamento della remunerazione del personale riguarda la distribuzione del valore aggiunto, che residua dopo la copertura dei costi esterni.
Il valore aggiunto è un aggregato economico tradizionalmente analizzato nelle indagini macroeconomiche e la sua determinazione assume notevole rilevanza anche in ambito economico aziendale. Catturi (1972) ne enfatizza l'importanza come grandezza caratterizzante dell'impresa post-capitalistica, nella prospettiva relativa alla distribuzione dei ricavi conseguiti con il collocamento dei beni fabbricati. Questo risultato intermedio assume una notevole utilità informativa soprattutto per le aziende di maggiori dimensioni, in cui gli organi direttivi tendono a considerare il profitto come un valore-onere costante, pari alla remunerazione minima per la permanenza del capitale di rischio (Gabrovec Mei, 1984). In questa prospettiva, il valore aggiunto diventa il valore obiettivo poiché gli "interessi della direzione (non più coincidente con la proprietà del capitale) e del personale tendono a confluire verso un interesse generale comune, quantificabile in un valore che permetta la congrua remunerazione di tutti i fattori partecipanti alla produzione" (Gabrovec Mei, 1984, p. XIII).
In questa sede, la determinazione del valore aggiunto è stata effettuata utilizzando i dati degli schemi civilistici del bilancio, che non consentono di distinguere in modo immediato i costi riconducibili ai servizi esterni dai costi derivanti da operazioni e attività interne collocati nella stessa classe (es. compensi degli amministratori). Il valore è stato calcolato seguendo la prassi riportata nel documento "Relazione sulla gestione" redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili e Confindustria (2018), con la seguente formula:

Valore aggiunto = Valore della produzione (Tot. A di CE) – Costi esterni (B.6 + B.7 + B.8 – B.11 di CE)

I costi esterni considerati comprendono quindi per intero il consumo delle materie (B.6 – B.11 di Conto Economico), i costi per servizi e godimento di beni di terzi (B. 7 e B.8 di Conto Economico).
La distribuzione del valore aggiunto tra lavoratori e altri soggetti interni ed esterni all'azienda è importante per inquadrare le scelte degli amministratori e dei proprietari delle imprese italiane con riguardo alla distribuzione della ricchezza prodotta. L'analisi condotta in quest'ambito per le imprese che hanno rilevato costi del personale in almeno uno degli esercizi del triennio[51] riguarda la distribuzione del valore aggiunto tra:

- i lavoratori con un rapporto di lavoro subordinato con l'impresa;
- l'accantonamento a riserva di utile;
- la distribuzione di dividendi;
- le imposte sul reddito destinate allo Stato.

Tali categorie sono riconducibili a tre fondamentali classi di percettori individuate da Gabrovec Mei (1984) per la distribuzione del valore aggiunto: il personale, il capitale di rischio (remunerato tramite dividendi e tramite il potenziamento dell'impresa attuato con gli accantonamenti di utile) e la Pubblica Amministrazione. Non sono qui analizzate le remunerazioni riconducibili al capitale di credito (quarta classe di percettori individuata da Gabrovec Mei), che sono oggetto di più esaustiva trattazione nel capitolo 5 con riguardo al capitale di finanziamento e nel capitolo 7 per il capitale di funzionamento.
Basando l'analisi sui dati dei prospetti contabili nello schema civilistico, gli importi destinati a ciascuna classe di percettori sono stati così determinati:

- lavoratori: costi del personale imputati nella voce B.9 di Conto Economico;
- accantonamenti a riserva di utile: variazioni delle riserve di utile, determinate secondo le assunzioni esposte nel capitolo 6, comprendenti quindi riserva legale, riserva statutaria, altre riserve e utili a nuovo;
- dividendi distribuiti: differenza tra l'utile dell'esercizio precedente e l'accantonamento a riserva determinato come esposto al punto precedente;
- Pubblica Amministrazione: costo per imposte sul reddito di competenza dell'esercizio, esposto a Conto Economico.

Ciascuna di queste modalità di calcolo si basa su assunzioni necessarie per svolgere elaborazioni su un campione numeroso, ma che richiedono cautela nell'interpretazione dei risultati. A titolo di esempio, le

[51] Sono incluse tutte le aziende con costo almeno pari a 500 euro nella voce B.9 di Conto Economico.

riserve riconducibili al capitale autogenerato definite nel capitolo 6 potrebbero aumentare a seguito di versamenti a fondo perduto e non per effetto di accantonamento di utili realizzati. L'aggregato del capitale autogenerato può assumere anche segno negativo in caso di perdite a nuovo non ancora coperte[52]. Queste fattispecie non sono state escluse dall'analisi con l'obiettivo di offrire una rappresentazione complessiva del fenomeno, che comprende anche i casi sopra elencati.
Per cercare di ridurre al minimo le limitazioni associate alle assunzioni relative ad accantonamenti e dividendi, l'analisi della distribuzione del valore aggiunto qui esposta ha per oggetto solo le imprese che hanno chiuso in utile l'esercizio precedente, la cui numerosità è indicata nelle tabelle seguenti per ciascuno dei tre anni esaminati. La determinazione degli importi accantonati a riserva, pur con le assunzioni sopra richiamate, ha senso solo per le aziende che hanno registrato un risultato economico positivo nell'esercizio precedente. Analogamente, la distribuzione dei dividendi avviene di solito in presenza di utili realizzati, sebbene sia possibile anche distribuire utili di esercizi passati attingendo a riserve disponibili. Considerando l'ampia maggioranza di imprese in utile nel triennio analizzato, ciò non riduce di molto la dimensione del campione, che supera le 31.000 imprese sia per il 2022 sia per il 2023.
La Tabella 8.17 presenta i risultati di quest'analisi a livello di valori totali relativi a tale campione.

Tabella 8.17 – La distribuzione del valore aggiunto (valori totali)

euro/000	2023	% Valore aggiunto	2022	% Valore aggiunto	2021	% Valore aggiunto
Valore aggiunto	373.976.747	100,00%	352.796.852	100,00%	293.898.280	100,00%
Costi per il personale	186.631.279	49,90%	173.472.473	49,17%	149.548.004	50,88%
Accantonamenti a riserva	52.796.011	14,12%	41.932.053	11,89%	28.123.192	9,57%
Dividendi	35.595.328	9,52%	31.288.108	8,87%	24.831.012	8,45%
Imposte sul reddito	26.557.915	7,10%	26.601.955	7,54%	19.888.197	6,77%
N. imprese incluse nell'analisi	31.517		31.529		28.560	

Nota: Le imprese incluse nell'analisi sono solo quelle che hanno registrato un utile nell'esercizio precedente ciascun anno indicato

A fronte di una crescita complessiva del valore aggiunto, la percentuale destinata alla remunerazione del lavoro appare sostanzialmente stabile intorno al 50%. La porzione di valore aggiunto accantonata a riserva di utile mostra invece una crescita rilevante, dal 9,57% al 14,12% nell'arco del triennio. Questa scelta può essere interpretata alla luce delle notevoli incertezze che hanno caratterizzato lo scenario economico del triennio analizzato, che comprende una parte del periodo pandemico[53] e l'avvio del conflitto russo-ucraino. Questo andamento dell'autofinanziamento proprio (Ferrero, 1984) è in linea con i risultati esposti nel capitolo 6, che indicano per l'intero campione oggetto dello studio un livello complessivo un accantonamento di utili pari a circa il 60% del risultato economico. La scelta di mantenere una porzione rilevante dell'utile in azienda, a rafforzare il patrimonio netto nella componente del capitale autogenerato, consente di affrontare con maggiore flessibilità il rischio d'impresa e di finanziare percorsi di crescita dimensionale. Nella prospettiva dei lavoratori, la maggiore solidità patrimoniale rappresenta un importante presupposto per la continuità delle imprese, e di conseguenza per la conservazione della fonte del proprio reddito lavorativo. D'altro canto, l'analisi sugli stipendi esposta nel paragrafo 8.2 suggerisce che i maggiori utili accantonati a riserva siano anche il frutto di un adeguamento non del tutto soddisfacente degli stipendi all'inflazione, oltre che l'esito di una scelta amministrativa improntata alla cautela.
Con riguardo ai dividendi distribuiti, la Tabella 8.17 mostra una crescita sia a livello assoluto sia a livello di percentuale sul valore aggiunto nel triennio, passando dall'8,45% del valore aggiunto nel 2021 al 9,52% nel 2023. Il loro ammontare complessivo nel 2023 è pari a circa il 19% dei costi per il personale, indicando una remunerazione diretta del soggetto economico tramite ripartizione degli utili di poco inferiore a un quinto dei costi totali per il personale dipendente.

[52] Nei bilanci 2023, a titolo di esempio, 3.528 imprese del campione presentano perdite a nuovo a Stato Patrimoniale.
[53] In Italia, la fine dello stato di emergenza dovuto alla pandemia da Covid-19 è stato il 31 marzo 2022 (D.L.24/2022) e l'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) ha successivamente dichiarato conclusa l'emergenza sanitaria internazionale il 5 maggio 2023.

La quota di valore aggiunto destinata alla Pubblica Amministrazione risulta per tutti i tre anni inferiore rispetto a quelle sopra indicate, con un livello percentualmente stabile intorno al 7%, che si traduce in un importo crescente da quasi 20 miliardi di euro nel 2021 a oltre 26 miliardi di euro nel 2023.
L'analisi della distribuzione mediana del valore aggiunto è utile per comprendere la tendenza centrale delle scelte aziendali in quest'area, completando così il quadro sopra delineato a livello complessivo. In questa prospettiva, i risultati esposti nella Tabella 8.18 mostrano dinamiche simili a quelle osservate per i valori aggregati con riferimento ai lavoratori e allo Stato.

Tabella 8.18 – La distribuzione del valore aggiunto (valori mediani)

euro/000	2023	% Valore aggiunto	2022	% Valore aggiunto	2021	% Valore aggiunto
Valore aggiunto	4.664	100,00%	4.358	100,00%	4.056	100,00%
Costi per il personale	2.354	50,47%	2.257	51,80%	2.099	51,76%
Accantonamenti a riserva	399	8,56%	296	6,78%	243	6,00%
Dividendi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Imposte sul reddito	247	5,29%	218	4,99%	203	4,99%
N. imprese incluse nell'analisi	31.517		31.529		28.560	

Nota: Le imprese incluse nell'analisi sono solo quelle che hanno registrato un utile nell'esercizio precedente ciascun anno indicato

La quota di valore aggiunto destinata ai costi per il personale oscilla tra il 52% e il 50% circa, con un livello minimo del 50,47% nel 2023, mentre la percentuale destinata all'Erario si attesta intorno al 5%, con un lieve aumento nel 2023.
I valori mediani si discostano in modo più significativo da quelli totali con riguardo agli accantonamenti a riserva e alla distribuzione di dividendi. Gli utili accantonati a riserva, seppur in crescita nel triennio, passano dal 6% all'8,56% del valore aggiunto, percentuali mediane inferiori rispetto al dato complessivo riportato nella Tabella 8.17 (dal 9,57% al 14,12%).
Il dato più sorprendente riguarda il valore mediano dei dividendi distribuiti, pari a zero per l'intero triennio. Pur tenendo conto delle assunzioni alla base delle elaborazioni dei dati, la lettura congiunta con i risultati esposti nella Tabella precedente suggerisce che l'entità complessiva dei dividendi distribuiti sia cresciuta nell'arco del triennio, ma che la maggioranza delle imprese in utile non abbia distribuito dividendi. Tale asimmetria è confermata dal fatto che, pur essendo la mediana pari a zero, il valore medio dei dividendi distribuiti è pari a 869 mila euro nel 2021, 992 mila euro nel 2022 e 1,129 milioni di euro nel 2023.
L'assenza di dividendi distribuiti nella maggioranza delle imprese in utile non si può interpretare *tout court* come segnale di mancata remunerazione del capitale di rischio. I dividendi rappresentano la forma prevalente di rendimento per i proprietari quando questi non sono direttamente coinvolti nella gestione, e sono quindi remunerati attraverso i frutti del capitale. Gli assetti proprietari delle imprese italiane portano invece a un'ampia presenza di imprese familiari[54], in cui i proprietari possono trovare remunerazione anche attraverso i compensi agli amministratori, che figurano in nota integrativa e non in una voce dedicata dei prospetti contabili. Queste riflessioni e i dati presentati relativi ai dividendi rendono difficile confrontare la quota di valore aggiunto destinata a livello mediano a lavoratori e proprietari, poiché la determinazione del secondo valore non può essere nella sostanza limitata ai dividendi determinati come differenza tra l'utile e la variazione delle riserve di utili.
Questa considerazione mette in luce un limite rilevante degli schemi di bilancio, che non consentono di confrontare agevolmente le remunerazioni dei fattori produttivi e del soggetto economico. Tale lacuna appare assai rilevante, perché la valutazione stessa dell'equilibrio economico dell'azienda richiede di comprendere se le remunerazioni dei fattori produttivi sono adeguate (Giannessi, 1970). Inoltre, la possibilità di misurare tali valori, che rappresentano un segnale concreto degli obiettivi effettivamente perseguiti dalle imprese, assume una notevole importanza per l'analisi della performance sociale delle imprese, che sono oggetto di crescente attenzione nella comunicazione di bilancio.

[54] Il Censimento permanente delle imprese indica che nel 2022 il 72,2% delle imprese attive con 10 o più addetti era controllato da una persona fisica o una famiglia. I relativi dati sono disponibili al seguente indirizzo: http://dati-censimentipermanenti.istat.it/

8.5. Riflessioni di sintesi

I dati di bilancio relativi al costo del lavoro dipendente rappresentano poste di grande interesse per comprendere le dinamiche aziendali e le scelte imprenditoriali di remunerazione dei lavoratori. Da un punto di vista contabile, tali costi non presentano discrezionalità valutativa o trattamenti contabili alternativi, garantendo così la possibilità di analizzare i rapporti economici tra impresa e lavoratori utilizzando dati comparabili e non soggetti a politiche di bilancio.

Rispetto alla capacità informativa del bilancio in quest'ambito, è possibile tuttavia identificare alcuni limiti, legati a profili di classificazione e presentazione. Il primo riguarda l'assenza di una voce nello schema civilistico che riunisca tutti i costi relativi alla remunerazione del lavoro, inclusiva sia di costi riconducibili a benefici a vantaggio dei lavoratori (es. buoni pasto) sia dei costi del lavoro parasubordinato. I costi del lavoro inclusi nella voce dei costi per servizi non sono esposti separatamente e non è richiesta la loro esposizione autonoma nella nota integrativa, sebbene questa sia auspicabile nell'esposizione analitica dei costi per servizi. Un altro limite è costituito dall'assenza tra gli attuali obblighi informativi di informazioni circa la variabilità interna dei compensi per i lavoratori, da cui deriva la possibilità di determinare esclusivamente le remunerazioni medie e non quelle delle diverse categorie, che consentirebbero di misurare i divari esistenti in termini di *pay gap* e *pay ratio*[55].

A livello gestionale, il quadro che emerge dall'analisi dei bilanci del campione conferma la sostanziale stagnazione del livello degli stipendi dei lavoratori dipendenti, che non sono adeguati in misura corrispondente al tasso di inflazione, con un calo sensibile in termini reali. Colpisce in modo particolare il fatto che il livello degli stipendi sia disallineato rispetto alla redditività aziendale, con retribuzioni inferiori per le imprese con un ROA positivo fino al 5% rispetto a quelle delle imprese in perdita. Tali evidenze mettono in dubbio l'effettiva economicità delle aziende, suggerendo che in alcuni casi il risultato economico positivo sia ottenuto anche attraverso il mancato adeguamento della remunerazione del lavoro umano all'aumento del costo della vita. In questa prospettiva, il dato positivo del recupero occupazionale in termini di unità è da interpretare tenendo conto del livello delle retribuzioni mediane, che non può essere considerato soddisfacente alla luce della dinamica di inflazione, PIL e performance aziendali.

Le analisi svolte sulla distribuzione del valore aggiunto consentono di determinare la proporzione tra le remunerazioni destinate al personale dipendente e ai proprietari solo attraverso assunzioni sull'accantonamento degli utili a riserva. I risultati di queste analisi richiederebbero ulteriori approfondimenti poiché i limitati importi distribuiti sotto forma di dividendi ai proprietari, che possono essere retribuiti anche come amministratori se coinvolti nella gestione, rende poco significativo il confronto con la remunerazione del personale.

In una prospettiva economico aziendale, le evidenze empiriche qui sintetizzate mettono in seria discussione l'idea che le imprese offrano una remunerazione adeguata e in grado di soddisfare i bisogni dei lavoratori dipendenti, nonostante il loro ruolo centrale nel sistema degli stakeholder. Gli andamenti appaiono più allineati all'idea del conflitto di interessi tra impresa e lavoratori, secondo cui l'utile della prima può essere ottenuto – almeno nel breve termine – riducendo per quanto possibile il costo del lavoro. Gli studi economico aziendali possono contribuire a far luce su questo punto, che appare decisivo non solo per la sostenibilità a lungo termine delle imprese, ma anche per la competitività del nostro tessuto produttivo. In questa prospettiva, sembra necessario che ai principi di carattere normativo su come le imprese dovrebbero comportarsi si affianchino analisi empiriche che consentano di cogliere le reali politiche aziendali in tema di retribuzione del personale.

[55] Queste informazioni sono attualmente richieste alle imprese obbligate all'adozione dello standard europeo ESRS-S1.

9. RISCHI E DERIVATI

Francesco Avallone

.

9.1. Valore e dinamica dei fondi rischi

Questo capitolo affronta due temi tra loro correlati che saranno approfonditi in paragrafi separati. Il primo riguarda l'analisi dei rischi, qui intesi nella loro natura contabile come la copertura delle perdite o dei debiti di natura determinata, di esistenza certa o probabile, dei quali alla data di chiusura dell'esercizio sono indeterminati l'ammontare o la data di sopravvenienza. Si cercherà, in altri termini, di cogliere l'entità delle condizioni di incertezza rilevate dalle aziende circa l'esito degli eventi futuri, analizzando il valore e la dinamica delle passività potenziali e dei fondi rischi.
In secondo luogo, si approfondirà l'analisi degli strumenti derivati, attivi e passivi, al fine di cogliere, per quanto possibile, il ricorso a tali strumenti da parte delle aziende del campione, nonché per capire la tipologia di derivati prevalentemente utilizzati e la conseguente situazione per così dire "netta" che complessivamente ne deriva.
Prima di procedere con l'analisi dell'entità e della dinamica della voce "fondi per rischi e oneri" riepilogata alla voce B del passivo, è opportuno rilevarne anzitutto la complessità per la presenza, al suo interno, di grandezze tra loro profondamente differenti. Si pensi, ad esempio, alla natura dei fondi per il trattamento di quiescenza (voce B.1.) che accolgono, ad esempio, tanto i fondi per indennità suppletiva di clientela da riconoscere agli agenti alla fine del rapporto lavorativo quanto il trattamento di fine mandato per gli amministratori (cosiddetto TFM). Da questi si differenzia decisamente quanto accolto alla voce B.2. (per imposte anche differite), che comprende sia i fondi per imposte differite sia i fondi per contenziosi tributari. Ancora differenti appaiono le successive voci che accolgono gli strumenti derivati passivi (B.3) e, con la generica dicitura "altri fondi" (B.4.), tutti gli altri fondi oneri futuri nonché i fondi rischi.
Per tale ragione si è deciso anzitutto di analizzare complessivamente la voce B del passivo, concentrando poi l'attenzione sulla sola voce "altri fondi", soprattutto per coglierne, seppur in modo alquanto grossolano, il possibile utilizzo nei differenti esercizi indagati. L'utilizzo del fondo, infatti, rappresentando il manifestarsi della passività potenziale o del rischio, è un elemento essenziale per cogliere il possibile rapporto tra rischi (e passività potenziali) percepiti e rischi (e passività potenziali) effettivamente manifestatisi.
La prima analisi, come anticipato, riguarda la complessiva voce B del passivo ("fondi per rischi e oneri").

Tabella 9.1 – Numero di imprese con fondo per rischi e oneri pari a zero

	2023	**%**	**2022**	**%**	**2021**	**%**
Fondo per rischi e oneri pari a zero	12.236	32,4%	12.471	33,0%	12.251	32,4%
Fondo per rischi e oneri maggiore di zero	25.574	67,7%	25.339	67,0%	25.559	67,6%
Totale imprese	**37.810**	**100%**	**37.810**	**100%**	**37.810**	**100%**

Pressoché costante nei tre anni indagati è il numero di aziende che presentano un fondo rischi ed oneri pari a zero. Il peso di tali aziende, per nulla trascurabile (pari a circa il 33% del campione indagato in tutti e tre gli esercizi considerati), rivela che ben un'azienda su tre del campione non ha ritenuto utile, in tutti e tre esercizi, rilevare alcuna forma di passività potenziale o fondo rischi. Tale percentuale, se da un lato potrebbe essere interpretata positivamente, rivelando la sostanziale assenza di rischi percepiti per le aziende del campione, dall'altro appare sintomatica di un possibile problema, mostrando, forse, piuttosto la mancata volontà, per non dire l'incapacità, di percepire i rischi specifici naturalmente connessi all'operatività delle aziende[56].
Questo dato, ancor più significativo se si considera l'utilizzo della complessiva voce B del passivo patrimoniale e non delle singole voci specifiche che la compongono, ovviamente, appare piuttosto rilevante anche per

[56] A titolo di puro esempio si consideri che nel solo esercizio 2023, considerando esclusivamente i ricorsi tributari, i ricorsi presso le corti di giustizia tributaria (CGT) sono stati 175.405 (fonte: Rapporto contenzioso tributario del MEF), ovvero quasi cinque volte il numero totale delle aziende del nostro campione (immaginando, nell'anno, un ipotetico ricorso per azienda).

stimare correttamente la dinamica del risultato netto in precedenza commentata (si rinvia a tal proposito ai precedenti Capitoli 2 e 5). Se è vero, infatti, che il risultato netto delle aziende del campione appare complessivamente stabile e in crescita per la maggior parte delle aziende indagate, tale risultato andrebbe adeguatamente interpretato anche alla luce della sostanziale assenza di rischi percepiti per quasi un terzo delle aziende. La mancata identificazione di costi di competenza per rischi o passività potenziali, in altri termini, potrebbe rilevare una sostanziale sovrastima del reddito di periodo, che risulterebbe determinato cioè in un contesto operativo eccessivamente edulcorato rispetto all'effettiva realtà.

Tabella 9.2 – La dinamica del fondo per rischi e oneri nel triennio

	N. imprese	**%**
Fondo rischi e oneri sempre pari a zero	7.564	20,0%
Fondo rischi e oneri costituito nel triennio	4.687	12,4%
Fondo rischi e oneri annullato nel triennio	4.672	12,4%
Fondo rischi e oneri sempre maggiore di zero	20.887	55,2%
Totale	**37.810**	**100,0%**

Approfondendo ulteriormente l'analisi si nota (Tabella 9.2) come il 55% delle aziende del campione presenti un fondo per rischi e oneri (considerato anche in questo caso complessivamente quale sommatoria dei differenti fondi che lo compongono) sempre positivo nel triennio, mentre il restante 45% è composto da aziende che presentano sempre un fondo rischi e oneri pari a zero (20%), ovvero lo annullano o lo costituiscono nel corso del triennio (12,4% in entrambe le situazioni).
In altre parole, se in ogni esercizio almeno un'azienda su tre presentava un fondo per rischi e oneri nullo, un'azienda su cinque ha dimostrato di non avere, costantemente per tutti e tre gli anni considerati, alcuna passività potenziale e alcun rischio specifico percepito ritenuto di competenza.

Tabella 9.3 – Il valore del fondo per rischi e oneri

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**	**2023/2022**	**2022/2021**
Totale	55.447.275	61.631.083	60.550.819	-10,2%	1,8%
Mediana	65	61	53	6,6%	16,0%

Passando ai valori, l'analisi aggregata rivela una sostanziale stabilità del valore del fondo per rischi e oneri negli esercizi 2021 e 2022, con una decisa contrazione (-10%) nel corso del 2023. Aumenta invece nel triennio indagato, seppur con tassi di crescita ridotti, il valore del fondo per rischi e oneri mediano, segno del fatto che per la metà del campione cresce, seppur lievemente, il valore del fondo.
Un ultimo aspetto interessante da rilevare nello studio della dinamica del fondo in parola riguarda l'analisi delle aziende che presentano un valore, ancorché positivo, invariato nei tre anni indagati, sintomo di un fondo per così dire "fittizio", non in grado cioè di seguire l'effettiva dinamica dei rischi operativi aziendali (Tabella 9.4).

Tabella 9.4. Imprese con fondi non movimentati nel triennio

	N. imprese	**% campione**
"Fondi rischi e oneri" non movimentati nel triennio	890	2,4%
"Altri fondi" non movimentati nel triennio	1.261	3,3%
"Fondi per imposte, anche differite" non movimentati nel triennio	701	1,9%

La mancata movimentazione del fondo nel triennio potrebbe rappresentare, come detto, la presenza di accantonamenti che non avevano alcuna ragione di esistere, dunque un eventuale possibile indizio di politiche di bilancio, nella fattispecie di *earning decreasing*.
La Tabella mostra inoltre un'incidenza alquanto limitata, percentualmente, delle aziende con la voce "Fondo per rischi e oneri" mai movimentata nel periodo di analisi (2,4%), rilevando dunque una ridotta incidenza

delle aziende che utilizzano, con una certa probabilità, in maniera impropria i relativi accantonamenti e utilizzi.
Anche focalizzando l'attenzione sulla sola voce "altri fondi" (B.4.), ovvero la voce che dovrebbe presentare la maggiore dinamicità proprio perché destinata ad accogliere tutte le passività potenziali non espressamente identificate nonché i fondi rischi, il numero delle aziende con valori mai movimentati nel triennio indagato cresce leggermente, ma appare ancora del tutto accettabile (3,3% del campione).
Proseguendo con l'analisi descrittiva del fondo per rischi e oneri, è interessante osservarne la scomposizione nelle quattro voci che compongono l'aggregato, prendendo a riferimento esclusivamente le aziende con valori del fondo diversi da zero (Tabella 9.5). Ciò che si nota immediatamente sono alcune tendenze particolarmente chiare. Anzitutto una lenta ma graduale crescita della porzione del fondo relativa ai trattamenti di quiescenza, tendenza questa del tutto attesa per la natura dell'accantonamento cui si riferisce (naturale accantonamento annuo del TFM per amministratori se originariamente previsto dall'assemblea al momento dell'attribuzione dell'incarico, fondi per indennità suppletiva di clientela riconosciuta agli agenti etc.)[57]. Per quanto di difficile interpretazione, le imposte, anche differite, crescono complessivamente probabilmente a causa di un possibile incremento dei contenziosi tributari. La dinamica rilevata, e in modo particolare la contrazione rilevata nel 2023, potrebbe essere anche la naturale conseguenza del ricorso alle rivalutazioni dei cespiti agevolate durante il periodo pandemico (per approfondimenti sul peso delle rivalutazioni monetarie delle immobilizzazioni si rinvia al precedente Capitolo 3), ovvero conseguenza di operazioni straordinarie di riorganizzazione aziendale probabilmente giustificate proprio dal superamento della pandemia da COVID-19.

Tabella 9.5 – Composizione del fondo rischi e oneri (imprese con Fondo rischi e oneri maggiore di zero)

euro/000	2023	2022	2021	2023/2022	2022/2021
Fondo rischi e oneri					
N. imprese	25.574	25.339	25.559		
Totale	55.447.275	61.631.083	60.550.819	-10,00%	1,80%
Mediana	242	238	207	1,90%	15,00%
di cui:					
Trattamento di quiescenza					
N. imprese	11.994	11.740	11.087		
Totale	5.104.559	4.898.126	4.506.273	4,20%	8,70%
Mediana	151	146	138	3,10%	5,80%
Imposte, anche differite					
N. imprese	11.680	11.796	10.936		
Totale	11.369.627	12.095.979	11.287.915	-6,00%	7,20%
Mediana	44	52	41	-14,80%	24,30%
Strumenti finanziari derivati					
N. imprese	2.140	1.563	5.164		
Totale	4.344.079	12.219.862	13.820.535	-64,50%	-11,60%
Mediana	40	49	12	-19,70%	297,40%
Altri fondi					
N. imprese	14.821	14.589	14.289		
Totale	34.400.917	32.098.301	30.173.785	7,20%	6,40%
Mediana	224	217	200	3,20%	8,30%

Nota: l'eventuale mancata riconciliazione tra il valore totale del fondo rischi e oneri e la somma delle differenti voci in cui si scompone è attribuibile alla mancata disponibilità, in taluni casi, del valore della singola voce di dettaglio

[57] Ricordiamo che, secondo il principio contabile OIC 12, la voce B1 per "trattamento di quiescenza e obblighi simili" accoglie i fondi previdenziali integrativi, diversi dal trattamento di fine rapporto ex articolo 2120 codice civile, nonché le indennità una tantum, quali ad esempio i fondi di indennità per cessazione di rapporti di collaborazione coordinata e continuativa, i fondi di indennità per cessazione di rapporti di agenzia, rappresentanza, i fondi di indennità suppletiva di clientela e i fondi per premi di fedeltà riconosciuti ai dipendenti.

I derivati, che presentano una contrazione complessiva nel triennio, saranno analizzati più approfonditamente nel prosieguo del capitolo, mentre la categoria residuale "altri fondi" presenta un *trend* stabile di crescita nel periodo (Tabella 9.5), dimostrando l'incremento dei rischi e degli oneri potenziali percepiti.
Quest'ultima situazione appare del tutto compatibile con un contesto nazionale e internazionale indubbiamente più instabile e rischioso, vuoi per le tensioni internazionali legate a fattori geopolitici, vuoi per le evidenti problematiche del contesto economico e finanziario sintetizzate in tutta una serie di segnali macroeconomici e conseguenti impatti finanziari (andamento di grandezze quali PIL, inflazione, andamento dei mercati, costo del debito etc.).

Con riferimento all'analisi del fondo per rischi e oneri, un ultimo profilo di osservazione ritenuto interessante è stato quello relativo allo studio della dinamica dell'utilizzo del fondo nel periodo indagato.
Sul punto merita, intanto, precisare che la comprensione dell'utilizzo del fondo, partendo dai dati di bilancio, non è sempre semplice per la presenza, in molteplici casi, di un valore di fine periodo del fondo superiore a quello ottenuto sommando quello esistente all'inizio del periodo con l'accantonamento di competenza (B.12 del Conto economico). Questo poiché, come evidenziato analizzando nel dettaglio i bilanci di talune aziende, possono intervenire ad esempio variazioni giustificate da conferimenti di rami d'azienda o da fusioni per incorporazione. In altri casi non appare chiara l'attribuzione nel conto economico degli accantonamenti per indennità suppletive degli agenti o per il TFM. Non si trascuri, peraltro, il fatto che l'OIC 31 prevede per gli accantonamenti al fondo rischi e oneri un'iscrizione per "natura", ovvero un'iscrizione fra le voci dell'attività gestionale cui si riferisce, rendendo così non proprio semplice ricostruire la relazione fondo-accantonamento-utilizzo in assenza di adeguati livelli di trasparenza della comunicazione finanziaria. Quanto all'informazione relativa all'utilizzo dei fondi all'interno del rendiconto finanziario, infine, essa appare sovente presentata in modo tale da rendere di fatto impossibile ricostruire la suddetta relazione.
Fatta questa doverosa precisazione, si è cercato comunque di analizzare l'informazione relativa all'utilizzo dei fondi, solo per la categoria "altri fondi", ovvero quella maggiormente riconducibile ai rischi e oneri del periodo, considerando esclusivamente le aziende caratterizzate da un valore finale di periodo del fondo in questione inferiore o uguale alla sommatoria tra valore iniziale del fondo e relativo specifico accantonamento (Tabella 9.6).

Tabella 9.6 – L'utilizzo degli "altri fondi" nel periodo indagato

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
N. imprese con "condizione rispettata"	7.392	9.679	6.868
% del campione	19,6%	25,6%	18,2%
Totale	5.461.347	12.643.343	5.562.524
Mediana	93	151	82

Nota: la condizione considerata è che il valore del fondo a fine periodo non sia superiore al valore iniziale + l'accantonamento del periodo

La Tabella 9.6 mostra anzitutto un numero relativamente ridotto (mai superiore al 25% del campione) di aziende che rispettano la condizione posta, ovvero l'esistenza di un valore finale del fondo non superiore alla sommatoria tra valore iniziale del fondo e relativo specifico accantonamento.
Per tali aziende, comunque, il valore complessivo dell'utilizzo fondo appare relativamente stabile confrontando l'esercizio 2021 con il 2023. Un valore significativamente superiore risulta, invece, nell'anno 2022. Tale andamento, per quanto potenzialmente riconducibile alle più svariate motivazioni, appare comunque compatibile con il periodo di emersione di talune criticità riconducibili alle note problematiche geopolitiche del periodo e alle immediate dirette conseguenze.

9.2. Natura e incidenza degli strumenti derivati

Quale primo approfondimento sulla natura degli strumenti finanziari derivati impiegati dalle aziende del campione analizzato, si presenta una semplice analisi descrittiva delle differenti voci presenti in bilancio (attività immobilizzate, attività circolanti, passività e riserva *cash flow hedge*).
Ricordiamo anzitutto, al riguardo, come la componente efficace degli strumenti di copertura di flussi finanziari è riepilogata nella riserva *cash flow hedge*, mentre le restanti classi sono destinate ad accogliere i *fair value* tanto degli strumenti di copertura di *fair value*, quanto di quelli degli strumenti propriamente speculativi.
L'analisi delle suddette voci, dunque, non consente di comprendere appieno le differenti tipologie di strumenti derivati impiegati dalle aziende, salvo che non si tenti, come si farà in questo paragrafo, di isolare almeno gli strumenti derivati di copertura di flussi finanziari dalle altre tipologie.
Prima di procedere in tal senso, tuttavia, la seguente Tabella 9.7 mostra i valori aggregati e mediani delle differenti voci di bilancio.
Questa semplice analisi consente di rilevare anzitutto alcune dinamiche comunque rilevanti. Si osserva, ad esempio, una crescita importante dei valori aggregati dall'esercizio 2021 all'esercizio 2022 per quasi tutte le tipologie di strumenti, seguita da una nuova contrazione nel 2023. Ciò potrebbe significare sia una semplice contrazione del *fair value* degli strumenti, sia una graduale riduzione del ricorso a simili strumenti finanziari da parte delle aziende.
Si osserva inoltre, per la specifica categoria *cash flow hedge*, un valore aggregato sempre positivo, con ciò rilevando la prevalente presenza di strumenti di copertura di flussi finanziari con *fair value* positivi.

Tabella 9.7 – Differenti tipologie di strumenti finanziari derivati

euro/000	2023	2022	2021	2023/2022	2022/2021
Riserva cash flow hedge					
Totale	1.801.581	2.936.017	424.604	-38,60%	591,50%
Mediana	35	79	-5	-55,80%	-1.594,70%
Derivati attivi (immobilizzazioni)					
Totale	1.188.992	2.161.531	225.434	-45,00%	858,80%
Mediana	57	111	5	-49,00%	2.279,30%
Derivati attivi (circolante)					
Totale	4.596.377	13.625.056	12.575.262	-66,30%	8,30%
Mediana	55	106	13	-48,20%	712,00%
Derivati passivi					
Totale	4.344.079	12.219.862	13.820.535	-64,50%	-11,60%
Mediana	40	49	12	-19,70%	297,40%

Un ulteriore aspetto meritevole di attenzione riguarda il peso predominante, tra i derivati attivi, di quelli riepilogati nell'attivo circolante, sintomo di un prevalente ricorso a strumenti derivati speculativi ovvero di copertura (di flussi finanziari o di *fair value*) riferiti ad attività circolanti, probabilmente riferite al magazzino (es. derivati su merci) o utilizzati per la copertura di crediti e/o debiti in valuta.
Un ultimo aspetto da rilevare è rappresentato dalla dinamica degli strumenti derivati passivi che, contrariamente a tutte le altre voci richiamate, presentano una costante e significativa contrazione nei valori assoluti e aggregati, a dimostrazione di una significativa riduzione nella presenza di strumenti finanziari derivati con *fair value* negativi.
Pur con le molteplici difficoltà riconducibili alla posta indagata, questo *trend* potrebbe essere interpretato considerando una prevalente presenza di derivati IRS che, considerando l'aumento dei tassi di interesse verificatosi nel corso dell'esercizio 2023, avrebbe comportato l'incremento dei relativi *fair value*, dunque la possibile riduzione dei derivati passivi.
Nell'analizzare la presenza e la natura degli strumenti derivati utilizzati dalle aziende del nostro campione abbiamo quindi proceduto analizzando quelli di copertura di flussi finanziari. Si tratta, come noto, di strumenti tramite i quali la direzione aziendale si prefigge di stabilizzare i flussi finanziari attesi dell'elemento

che si intende coprire (es. l'interesse variabile pagato sul debito finanziario). Siccome il modello contabile della copertura dei flussi finanziari prevede, ad ogni chiusura di bilancio, la rilevazione in stato patrimoniale del *fair value* dello strumento di copertura e in contropartita la movimentazione di una riserva per operazioni di copertura flussi finanziari attesi (c.d. riserva *cash flow hedge*), l'iniziale attenzione è ricaduta proprio sull'entità e l'evoluzione di tale riserva. A tal fine, la prima analisi ha visto anzitutto la chiara presentazione del numero di aziende che presentano una riserva cash flow hedge diversa da zero (Tabella 9.8).

Tabella 9.8 – Imprese con riserva cash-flow hedge diversa da zero

N. imprese	**2023**	**%**	**2022**	**%**	**2021**	**%**
Riserva *cash flow hedge* uguale a zero	31.356	82,9%	31.595	83,6%	32.188	85,1%
Riserva *cash flow hedge* diversa da zero	6.454	17,1%	6.215	16,4%	5.622	14,9%
Totale	**37.810**	**100%**	**37.810**	**100%**	**37.810**	**100%**

Si nota chiaramente una crescita, seppur lieve, del numero di aziende del campione che presentano una riserva cash flow hedge, dunque una copertura di flussi finanziari. Complessivamente, tuttavia, le aziende con una simile copertura non eccedono mai, nel triennio indagato, il 18% del nostro campione. La maggiore percentuale si rileva nell'esercizio 2023, con una percentuale pari a 17,1% del campione.
Fatta questa precisazione, un ulteriore elemento di interesse è rappresentato dall'approfondimento che considera il segno della suddetta riserva, distinguendo dunque le aziende che presentano una riserva diversa da zero a seconda del segno, positivo, che lascia intendere la presenza di derivati attivi, ovvero negativo (in caso contrario).

Tabella 9.9 – Segno e valore della riserva cash flow hedge

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**	**2023/2022**	**2022/2021**
Riserva cash flow hedge positiva					
N. imprese	5.433	5.572	1.388		
Totale	2.460.233	3.964.219	1.905.624	-37,00%	108,00%
Mediana	50	99	6	-49,20%	1.564,30%
Riserva cash flow hedge negativa					
N. imprese	1.021	643	4.234		
Totale	-658.653	-1.028.202	-1.481.020	-10,90%	306,90%
Mediana	-38	-43	-11	-35,90%	-30,60%

La Tabella 9.9 rivela un'inversione di tendenza nel tempo, per le aziende con riserva *cash flow hedge* non nulla, nel rapporto tra aziende con riserva *cash flow hedge* negativa e positiva. Mentre nell'esercizio 2021 il peso maggiore era rappresentato dalle aziende con riserva negativa (oltre 75%), negli anni 2022 e 2023 il rapporto si inverte, rilevando un peso delle aziende con riserva positiva che si assesta attorno, rispettivamente, all'89% e all'84%.
Considerando i valori aggregati, si evince un trend differente tra le due situazioni studiate: una costante decrescita del valore aggregato della riserva negativa e, nel caso di riserve positive, un iniziale aumento del valore aggregato che si assesta nel 2023 su valori leggermente ridotti, ma pur sempre superiori a quelli iniziali dell'esercizio 2021.
A livello aggregato, dunque, i derivati di copertura di flussi finanziari sembrano presentare prevalentemente *fair value* positivi, rilevando così la generalizzata capacità di gestire adeguatamente tali strumenti, che presentano infatti un valore di mercato favorevole per l'impresa.
L'ulteriore approfondimento degli strumenti finanziari derivati, attivi (immobilizzati o circolanti) o passivi, è stata realizzata introducendo il concetto di derivato "netto". Al fine di identificare il valore dei soli strumenti derivati non di copertura dei flussi finanziari, ovvero di quelli di copertura di *fair value* e di quelli esclusivamente speculativi, sono stati determinati i valori dei derivati attivi e passivi al netto, rispettivamente, del valore della riserva cash flow hedge positiva ovvero negativa (Tabella 9.10).

Tabella 9.10 – Derivati "netti" (totali)

euro/000	2023	2022	2021
Derivati attivi (netti)	3.093.107	11.317.513	8.980.012
Derivati passivi (netti)	203.073	280.607	1.829.283

L'analisi dei valori "netti" degli strumenti finanziari derivati evidenzia ancora una significativa prevalenza per gli strumenti attivi "netti" rispetto a quelli passivi "netti". Nel corso dell'esercizio 2023, in particolare, il valore aggregato degli strumenti finanziari derivati attivi "netti" è circa il 94% del valore complessivo degli strumenti non cash flow hedge.
Inoltre, anche considerando i valori netti, la tendenza appare la medesima in precedenza rilavata per i valori delle differenti grandezze di bilancio. Il valore dei derivati netti attivi aumenta nel corso del 2022 (rispetto al valore assunto nel 2021), presentando poi una significativa contrazione nel corso del 2023. Nel caso dei derivati passivi "netti", invece, si assiste a una decisa e costante contrazione nel triennio indagato, precisamente pari a -89%. È evidentemente difficile spingersi a interpretare simili andamenti aggregati, anche se può valere quanto in precedenza anticipato circa il possibile impatto della dinamica dei tassi di interesse, soprattutto sulla decisa contrazione dei derivati passivi.

9.3. Riflessioni di sintesi

In estrema sintesi, le indicazioni che si possono trarre dall'analisi che precede possono essere anzitutto distinte a seconda che si considerino i fondi per rischi e oneri o gli strumenti finanziari derivati.
Quanto al primo aspetto di osservazione, gli elementi ritenuti significativi appaiono essere tre. Per prima cosa, considerando la complessiva voce B del passivo patrimoniale, appare interessante osservare che complessivamente un'azienda su tre del campione ha un fondo pari a zero, in ciascuno dei tre periodi analizzati, e un'azienda su cinque ha un fondo sempre pari a zero (dunque in maniera stabile) nel triennio osservato. Questo fatto potrebbe essere diversamente interpretato. Anche immaginando l'assenza di trattamenti di fine mandato per gli amministratori, di imposte differite, ciò significa escludere la presenza di oneri futuri e rischi percepiti, con ciò rilevando una situazione particolarmente rosea per il futuro delle aziende, ovvero la mancata volontà, financo l'incapacità, di stimarne l'esistenza o il giusto gradi di probabilità. Questo aspetto, peraltro, ha ricadute interessanti sull'interpretazione della dinamica dei risultati netti aziendali, posto che in caso di incapacità o mancata volontà di stimare adeguatamente oneri e rischi prospettici probabili la stessa interpretazione dei risultati netti dovrebbe essere significativamente rivista.
Un secondo aspetto meritevole di attenzione riguarda il dettaglio sulla porzione del fondo relativa ai soli oneri e rischi residuali ("altri" fondi) che, per le aziende che presentano valori non nulli, presenta una dinamica crescente nel triennio indagato. Questo implica, in altri termini, che per le aziende in grado di cogliere la rischiosità del business, che intendono imputarne gli effetti nel conto economico, la percezione della rischiosità è cresciuta nel triennio indagato o, indipendentemente da un cambio di percezione, che l'effettiva rischiosità del business è aumentata.
Considerando gli strumenti finanziari derivati, infine, si notano le seguenti tendenze complessive. Per prima cosa si nota una contrazione nel triennio dei valori aggregati per tutte le voci che accolgono gli strumenti derivati. Inoltre, tra gli strumenti derivati attivi il maggior peso è rappresentato dagli strumenti derivati accolti nel circolante, segno questo della possibile rilevanza dei derivati che hanno ad oggetto merci e magazzino, ovvero utilizzati per la copertura di crediti e/o debiti in valuta. Si osserva, infine, una contrazione dei valori aggregati dei derivati passivi, così come, per la riserva *cash flow hedge*, una significativa differenza nella variazione nel triennio del valore aggregato delle riserve di segno differente, con una contrazione netta delle riserve negative e un aumento di quelle positive. Complessivamente, quanto fin qui rilevato, appare del tutto compatibile con la presenza di derivati IRS che, considerando l'aumento dei tassi di interesse verificatosi nel corso dell'esercizio 2023, avrebbe comportato l'incremento dei relativi *fair value*, dunque la possibile riduzione dei derivati passivi e, più in generale, con una crescente confidenza da parte delle aziende a trattare e gestire nel modo adeguato simili strumenti finanziari.

10. I RAPPORTI CON LO STATO: LE IMPOSTE E I CONTRIBUTI IN CONTO ESERCIZIO

Elisa Bonollo

10.1. L'imposizione fiscale sul reddito

Le imposte sul reddito rappresentano il corrispettivo per i servizi erogati dallo Stato e dalle altre amministrazioni pubbliche. Come stabilito dall'articolo 53 della Costituzione: "Tutti sono tenuti a concorrere alle spese pubbliche in ragione della loro capacità contributiva". Detta capacità contributiva, per le società di capitali, è associata alla produzione di ricchezza realizzata in un certo periodo ed è rappresentata dal cosiddetto reddito imponibile. Occorre ricordare, tuttavia, che solo nel caso in cui l'impresa consegua un reddito imponibile positivo i servizi pubblici (quali difesa, ordine pubblico, giustizia, istruzione, sanità, viabilità, ecc.) vedono riconosciuta la loro remunerazione. Proprio per costituire un costo solo per alcune imprese, pur essendo erogati a favore di tutte, indipendentemente dalla loro situazione economico-finanziaria, i servizi pubblici sono considerati un fattore produttivo *sui generis* (Ferrero, 1987).
Attualmente, le imposte sul reddito imponibile sono riconducibili all'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) e all'imposta sul reddito delle imprese (IRES), le cui aliquote nel 2023 sono state rispettivamente pari al 3,9% e al 24%, al netto di eventuali addizionali regionali. Il reddito imponibile è determinato, per l'IRAP, dalla differenza tra valore e costi della produzione indicati nel Conto economico, escludendo però alcune voci (quali il costo del personale, le svalutazioni, gli accantonamenti) e tenendo conto di altre specificità definite dal legislatore fiscale[58]. Per l'IRES, invece, il reddito imponibile è dato apportando al risultato globale lordo, rappresentato nel Conto economico, le variazioni in aumento o in diminuzione previste dagli articoli del Testo Unico per le Imposte sui Redditi (TUIR) e riportate nell'annuale dichiarazione a fini fiscali (Quagli, 2025).
Il dato del costo delle imposte sui redditi scaturente dalla dichiarazione fiscale è evidenziato nel prospetto di Conto economico, sotto la voce "imposte correnti", e viene corretto con le cosiddette "imposte differite e anticipate", per garantire il rispetto del principio di competenza economica, secondo quanto statuito dal Codice civile e dall'OIC 25.
Nei prossimi paragrafi di questo capitolo si considereranno, oltre agli oneri tributari connessi alle imposte sopra citate, anche gli oneri sociali che l'impresa deve corrispondere agli enti previdenziali e assicurativi (INPS e INAIL). Pur non rientrando nel carico fiscale in senso stretto, si tratta di oneri obbligatori che le imprese devono versare in base a specifiche leggi che garantiscono al lavoratore il trattamento assistenziale in caso di invalidità, malattia e vecchiaia unitamente all'assicurazione contro i rischi di infortuni sul lavoro e di malattie professionali. Al fattore lavoro e agli oneri connessi è dedicato specificamente il capitolo 8, mentre in questo capitolo la scelta di considerare detti oneri insieme alle imposte sul reddito è stata dettata dalla diffusa percezione che ne hanno imprenditori e amministratori di società. Essendo, infatti, pagati periodicamente tramite il modulo F24, proprio come le imposte sul reddito, vengono spesso considerati come parte del costo che l'impresa deve sostenere per contribuire al funzionamento del sistema delle amministrazioni pubbliche del Paese.
Infine, è bene ricordare che anche le imprese (così come famiglie e aziende non profit) si attendono dallo Stato sussidi e contributi di varia natura collegati, ad esempio, a situazioni emergenziali oppure a incentivi per l'attività di ricerca o di investimento in generale. Gli ultimi paragrafi di questo capitolo saranno dedicati a questo componente positivo di reddito che costituisce parte del valore della produzione di Conto economico.

10.1.1. Gli andamenti complessivi

Le imposte sul reddito delle imprese IRES e IRAP, come già anticipato, costituiscono le principali parti componenti degli oneri tributari che nel Conto economico sono rappresentati nella voce 20 "Imposte sul

[58] Occorre ricordare che la modalità di calcolo del reddito imponibile ai fini IRAP potrebbe comportare l'esistenza di un onere fiscale anche in presenza di un reddito globale lordo negativo.

reddito". Altri importi, solitamente minoritari, che confluiscono in detta voce, sono riconducibili a interessi e sanzioni pecuniarie, inerenti a irregolarità nel versamento di IRES e IRAP dell'esercizio o di esercizi precedenti, e alla differenza (positiva o negativa) tra l'ammontare dovuto a seguito della definizione di un contenzioso o di un accertamento rispetto al valore del fondo imposte accantonato in esercizi precedenti.

Imprese con risultato globale lordo positivo

Il gettito fiscale proveniente dalle suddette imposte è aumentato di una percentuale maggiore del 30%, passando dai circa 22 miliardi del 2021 a un importo superiore ai 29 miliardi del 2022 e del 2023 (Tabella 10.1). Seppur con una lieve decrescita nell'ultimo biennio, l'aumento delle imposte sul reddito di competenza economica risulta coerente con l'incremento del risultato ante imposte che, prendendo in considerazione solo le imprese del campione con un risultato globale lordo positivo (87% nel 2021 e nel 2022 e 88% nel 2023), è di circa il 30%.

Tabella 10.1 – Imposte sul reddito di competenza economica e imposte sul reddito "teoriche" delle imprese con Risultato globale lordo (RGL) maggiore di zero

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
N. imprese	*33.175*	*33.044*	*33.025*
% sul campione di 37.810 imprese	*88%*	*87%*	*87%*
RGL>0	127.567.883	120.350.816	98.644.956
Imposte sul reddito**>0** di imprese con RGL**>0**	29.095.838	29.767.342	22.645.789
IRES "teorica" per imprese con RGL>0	30.616.292	28.884.196	23.674.789
IRAP "teorica"*	4.887.376	4.587.202	3.722.409
Totale imposte "teoriche"	35.503.668	33.471.398	27.397.198

*IRAP calcolata solo per imprese con A-B+B10c+B10d+B12+B13>0

La Tabella 10.1 riporta anche il calcolo delle cosiddette "imposte teoriche". Per l'IRES, il calcolo consiste nel moltiplicare il risultato prima delle imposte riportato nel Conto economico per l'aliquota del 24% e, per l'IRAP, del prodotto tra l'aliquota del 3,9% e il reddito operativo (A–B), integrato con le svalutazioni delle immobilizzazioni e dei crediti, nonché con gli accantonamenti. Occorre precisare sin da subito che si tratta di un calcolo semplificato, in quanto non è possibile conoscere le modifiche apportate alla base imponibile in seguito all'applicazione delle norme del TUIR.
Accettando questa semplificazione, emerge chiaramente come le "imposte teoriche" risultino superiori alle imposte di competenza economica, con un divario in crescita: dai circa 5 miliardi del 2021 si passa a quasi 6,5 miliardi nel 2023. Le cause possono essere legate, oltre alle semplificazioni qui adottate per il calcolo delle imposte teoriche, alle cosiddette differenze permanenti tra l'imponibile civilistico e quello fiscale che derivano dall'indeducibilità di alcune componenti negative di reddito ai fini fiscali e dall'esenzione fiscale di alcune componenti positive di reddito.
Al riguardo, si può ricordare come nel triennio considerato fosse in vigore la cosiddetta ACE (aiuto alla crescita economica), un'agevolazione atta a favorire il rafforzamento della struttura patrimoniale delle imprese e del sistema produttivo italiano, tramite una deduzione, dal reddito imponibile netto, di un importo corrispondente al rendimento figurativo degli incrementi di capitale proprio realizzati a partire dal 2011. Inoltre, nel 2021 è stata introdotta la cosiddetta "Super ACE" per gli incrementi netti di patrimonio realizzati nell'anno 2021 fino alla soglia massima di 5 milioni (art. 19 del DL 73/2021).
Al fine di un'analisi più attenta delle imposte sul reddito, occorre ricordare che lo schema civilistico non consente di distinguere gli oneri tributari relativi all'IRES rispetto a quelli relativi all'IRAP. Tuttavia, alcune considerazioni possono essere formulate distinguendo le singole componenti delle imposte sul reddito.
La Tabella 10.2 considera le imprese con risultato globale lordo positivo, suddividendole in relazione alla natura di onere o provento tributario delle imposte sul risultato d'esercizio. Emerge come circa l'83% delle imprese del campione sostenga un costo per imposte sul reddito, mentre il restante 5% del campione, pur

registrando un risultato economico ante imposte positivo, riporti nel Conto economico le imposte sul reddito come un componente economico positivo che, pertanto, incide positivamente sul risultato d'esercizio.

Tabella 10.2 – Componenti delle imposte sul reddito delle imprese con RGL>0

euro/000	2023	2022	2021
Imposte sul reddito (componente negativo di reddito)			
N. imprese con RGL>0 e con costi per imposte sul reddito	*31.477*	*31.095*	*30.994*
% sul campione di 37.810 imprese	*83%*	*82%*	*82%*
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate – totale	-29.095.838	-29.767.342	-22.645.789
imposte correnti	-27.611.321	-28.107.711	-21.719.851
imposte relative a esercizi precedenti	-287.513	-352.580	-180.638
imposte differite e anticipate	+145.309	+49.572	-24.453
proventi (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale	-621.763	-462.333	-330.021
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate-mediana	-272	-247	-205
Imposte sul reddito (componente positivo di reddito)			
N. imprese con RGL>0 e con proventi per imposte sul reddito	*1.698*	*1.949*	*2.031*
% sul campione di 37.810 imprese	*5%*	*5%*	*5%*
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate – totale	+668.336	+707.904	+636.877
imposte correnti	+15.386	-42.344	-201.746
imposte relative a esercizi precedenti	+127.625	+73.620	+164.400
imposte differite e anticipate	+316.768	+351.087	+485.324
proventi (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale	+186.689	+229.078	+99.445
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate-mediana	+79	+84	+70

N.B. L'importo delle Imposte sul reddito non coincide con la somma delle sue componenti a causa della presenza di dati mancanti nelle voci di dettaglio (rispettivamente pari a 147, 159 e 156 per gli anni considerati)

Risultato globale lordo positivo e Costi per imposte sul reddito

Per le imprese che presentano oneri per imposte sul reddito, la componente principale è costituita dalle imposte correnti, ossia quelle dovute sul reddito imponibile dell'esercizio, inclusi eventuali interessi e sanzioni.

Le imposte riferite a esercizi precedenti rappresentano, nel triennio considerato, al massimo l'1,25% delle imposte correnti. Tali importi si riferiscono, in genere, a maggiori imposte versate o ad accantonamenti al fondo imposte effettuati a seguito di accertamenti, relativi a esercizi passati, notificati dalle autorità competenti durante il periodo amministrativo appena concluso.

Un'incidenza leggermente superiore, sebbene sempre marginale (al massimo il 2,25% delle imposte correnti), riguarda la voce di Conto economico "proventi (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale". Questa posta, disciplinata dall'OIC 25, si riferisce al regime di trasparenza fiscale che consente alle società di capitali partecipate da altre società di capitali di imputare il proprio reddito (positivo o negativo) direttamente ai soci, in proporzione alle rispettive quote (artt. 115–116 del TUIR). In tutti gli anni considerati, tale voce evidenzia un onere: ciò significa che le imprese considerate sono socie di un'altra società di capitali da cui "ricevono" un imponibile, facendosi così carico dell'IRES su tale quota di reddito.

Le imposte differite e anticipate, ad eccezione del 2021, rappresentano un provento, contribuendo alla riduzione degli oneri tributari di competenza economica, seppur in misura trascurabile.

È, inoltre, significativo notare come il valore mediano delle imposte sul reddito risulti molto contenuto, a conferma di una forte concentrazione del carico fiscale: un'analisi più dettagliata evidenzia, infatti, come oltre metà del gettito complessivo di IRES e IRAP provenga da circa 2.000 imprese, pari a poco più del 5% del campione.

Risultato globale lordo positivo e Proventi per imposte sul reddito

Per le imprese in cui le imposte sul reddito risultano nulle o costituiscono un provento, e quindi aumentano anziché ridurre il risultato civilistico lordo, nel 2023 tutte le singole voci che compongono le imposte sul reddito contribuiscono in modo positivo al reddito. Nei due anni precedenti, invece, le imposte correnti rappresentano un onere tributario, ma il loro impatto è compensato e superato dai proventi derivanti da imputazione di imposte anticipate e/o utilizzo fondo imposte differite, proventi connessi all'adesione al regime di trasparenza fiscale e imposte relative a esercizi precedenti.
La componente principale, con un'incidenza superiore al 50%, è rappresentata dalle imposte differite e anticipate. La banca dati Aida non consente di distinguere le specifiche grandezze economiche incluse in questa voce. Tuttavia, considerando la loro natura di provento tributario in tutti e tre gli anni considerati, si può comunque presumere che l'importo derivante dall'imputazione delle imposte anticipate e dall'utilizzo del fondo imposte differite superi quello derivante dall'accantonamento al fondo imposte differite e dallo storno delle attività per imposte anticipate in precedenza costituite.
Tra le componenti delle imposte sul reddito, assume una certa rilevanza anche la voce "Imposte relative a esercizi precedenti", che si configura costantemente come componente economico positivo di reddito nel triennio 2021–2023. L'analisi dei bilanci delle imprese aventi "Imposte relative a esercizi precedenti" con gli importi più rilevanti, o che riportano tale voce in tutti e tre gli esercizi, mostra – laddove la Nota integrativa fornisce informazioni dettagliate – che si tratta prevalentemente di rimborsi ricevuti dall'Agenzia delle Entrate. Tali rimborsi sono riconducibili alla definizione di contenziosi su annualità fiscali chiuse o al riconoscimento di agevolazioni fiscali (ad esempio, *Patent Box* e ACE) riferite a esercizi precedenti. Tuttavia, è bene notare come tale posta sia presente come provento tributario, in ciascuno di questi anni, in poco meno di 200 imprese, pari a circa il 10% del sotto-campione considerato, mentre, nelle restanti imprese, la voce risulta essere assente oppure rilevata come onere tributario relativo a esercizi precedenti.
Infine, si rileva che la voce "proventi (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale" risulta essere costantemente un componente positivo di reddito, sebbene con un andamento irregolare nel triennio. Ciò significa che le imprese considerate hanno operato come "società trasparenti" che hanno trasferito il reddito imponibile alle società di capitali socie, evitando l'imposizione diretta su tale utile, poiché l'onere fiscale ricade sui soci.

Imprese con risultato globale lordo nullo o negativo

Risultato globale lordo nullo o negativo e Costi per imposte sul reddito

La Tabella 10.3 presenta lo stesso contenuto informativo della Tabella precedente, ma è riferita alle imprese con risultato globale lordo negativo, pari a circa il 12% del campione.
Nel caso delle imprese in cui le imposte sul reddito aggravano il risultato civilistico lordo già negativo, si può presumere che le imposte correnti siano prevalentemente attribuibili all'IRAP la cui base imponibile può risultare positiva anche in presenza di un reddito ante imposte negativo.
Emerge una discreta rilevanza anche della voce relativa alle imposte differite e anticipate che, in questo caso, assumendo natura di onere, suggerisce una prevalenza delle imposte differite e dello storno delle attività per imposte anticipate rispetto agli importi relativi all'imputazione delle imposte anticipate e all'utilizzo del fondo imposte differite. Nei casi delle imprese con importo più significativo, le principali fattispecie riguardano lo storno delle attività per imposte anticipate contabilizzate negli anni precedenti, in particolare in relazione a svalutazione crediti e accantonamento per rischi eccedenti le quote fiscalmente ammesse. Inoltre, emergono anche casistiche, come la cosiddetta *branch exemption* (art. 168-ter del TUIR) che consente, alle imprese residenti in Italia, di optare per l'esenzione degli utili e delle perdite attribuibili a tutte le proprie stabili organizzazioni all'estero. Si tratta di una misura agevolativa volta a favorire la crescita e l'internazionalizzazione dei soggetti economici operanti nel Paese.
Le imposte relative ad esercizi precedenti mostrano un andamento irregolare nel tempo e, nei casi in cui gli importi risultano più rilevanti, sono generalmente riconducibili ad oneri derivanti da contenziosi tributari riferiti a esercizi precedenti.

Tabella 10.3 – Componenti delle imposte sul reddito delle imprese con RGL<=0

euro/000	2023	2022	2021
Imposte sul reddito (componente negativo di reddito)			
N. imprese	*1.614*	*1.596*	*1.431*
% sul campione di 37.810 imprese	*4%*	*4%*	*4%*
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate - totale	-510.512	-465.911	-488.948
imposte correnti	-287.074	-279.361	-118.343
imposte relative a esercizi precedenti	-44.860	-89.568	-15.316
imposte differite e anticipate	-155.510	-100.249	-350.208
proventi (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale	-8.478	+4.756	-3.345
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate-mediana	-31	-26	-24
Imposte sul reddito (componente positivo di reddito)			
N. imprese	*3.021*	*3.170*	*3.354*
% sul campione di 37.810 imprese	*8%*	*9%*	*9%*
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate - totale	+1.497.017	+1.434.208	+1.589.072
imposte correnti	-92.836	-34.947	+136.661
imposte relative a esercizi precedenti	+22.258	-1.408	+27.416
imposte differite e anticipate	+1.011.220	+1.001.555	+932.306
proventi (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale	+519.666	+439.410	+471.885
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate-mediana	+161	+156	+154

N.B. L'importo delle Imposte sul reddito non coincide con la somma delle sue componenti a causa di dati mancanti nelle voci di dettaglio (rispettivamente pari a 42, 35 e 51 per gli anni considerati)

Risultato globale lordo nullo o negativo e Proventi per imposte sul reddito

Quando il risultato civilistico lordo è pari o inferiore a zero e le imposte sul reddito di competenza economica costituiscono un componente positivo di reddito, l'incidenza maggiore – compresa tra il 59% e il 70%, a seconda dell'anno considerato – è riconducibile alle imposte differite e anticipate.
Le imposte correnti e quelle relative agli esercizi precedenti hanno, invece, un peso marginale. In particolare, queste ultime sono essenzialmente riconducibili a rimborsi di imposte o a proventi legati ad agevolazioni IRES riferite ad esercizi passati, la cui spettanza è stata accertata solo nel corso dell'esercizio in chiusura.
Con specifico riferimento poi alle imposte anticipate e differite, poiché tale voce costituisce un componente economico positivo del reddito, si può ipotizzare che derivi dall'utilizzo del fondo imposte differite e/o dall'imputazione di imposte anticipate.
Per comprendere meglio la portata di quest'ultima ipotesi, si è verificato quante imprese con risultato globale lordo nullo o negativo, in tutti gli anni dell'analisi, e con proventi da "Imposte differite e anticipate" presentino anche imposte anticipate iscritte tra i Crediti di Stato patrimoniale (Tabella 10.4).

Tabella 10.4 – Imposte anticipate e/o uso del Fondo imposte differite delle imprese con RGL<=0 nel triennio

N. imprese con RGL<=0 nel 2023, 2022 e 2021	1.662
% del campione di 37.810 imprese	*4,40%*
N. imprese con imputazione di imposte anticipate e/o uso del fondo imposte differite	1.175
% del campione di 37.810 imprese	*3,11%*
N. imprese con crediti per imposte anticipate nel 2023 e 2022	523
% del campione di 37.810 imprese	*1,45%*
N. imprese con crediti per imposte anticipate nel 2023, 2022 e 2021	23
% del campione di 37.810 imprese	*0,06%*

Come si può osservare, 1.662 imprese (4,4% del campione) hanno registrato un reddito ante imposte negativo per l'intero triennio. Di queste, 1.175 imprese presentano "Imposte differite e anticipate" quale componente economico positivo del reddito; tra esse, 523 imprese hanno rilevato imposte anticipate tra i crediti nell'ultimo biennio e 23 imprese nell'intero triennio 2023–2021. Sebbene si tratti di una quota ridotta del campione (rispettivamente 1,45% e 0,06%), si sottolinea che queste imprese sono società di capitali non quotate con ricavi di vendita pari ad almeno 10 milioni di euro. Per tali imprese, dopo tre anni di perdite d'esercizio, emergono dubbi circa la sussistenza dei requisiti di ragionevole certezza per il futuro recupero delle imposte anticipate nei successivi esercizi.

Imposte sul reddito e dimensione delle imprese

L'analisi è stata successivamente approfondita per verificare l'esistenza di differenze nel gettito fiscale delle imposte dirette (IRES e IRAP) tra grandi imprese e piccole medie imprese.
Come evidenziato dalle Tabelle 10.5 e 10.6, indipendentemente dal segno del risultato globale lordo, l'ammontare delle imposte sul reddito di competenza economica è attribuibile in larga parte alle grandi imprese, con un'incidenza compresa tra il 68% e il 61%. Tuttavia, questa quota si riduce di circa 10 punti percentuali nel biennio 2022-2023, nel caso in cui il reddito lordo civilistico sia negativo e le imposte sul reddito si configurino come componente economico positivo.

Tabella 10.5 – Imposte sul reddito per classe dimensionale delle imprese con RGL>0

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
	Grandi imprese	PMI	Grandi imprese	PMI	Grandi imprese	PMI
N. imprese	*5.693*	*25.784*	*5.635*	*25.460*	*5.634*	*25.360*
Imposte sul reddito (componente negativo di reddito)	-18.616.952	-10.478.887	*-19.623.093*	*-10.144.248*	-14.217.495	-8.428.293
% imposte sul reddito grandi imprese vs PMI	64%	36%	*66%*	*34%*	63%	37%
N. imprese	*299*	*1.399*	*331*	*1.618*	*290*	*1.741*
Imposte sul reddito (componente positivo di reddito)	+437.432	+230.904	+436.287	+271.617	+389.114	+247.763
% imposte sul reddito grandi imprese vs PMI	65%	35%	62%	38%	61%	39%

Tabella 10.6 – Imposte sul reddito per classe dimensionale delle imprese con RGL<=0

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
	Grandi imprese	PMI	Grandi imprese	PMI	Grandi imprese	PMI
N. imprese	*218*	*1.396*	*199*	*1.397*	*188*	*1.243*
Imposte sul reddito (componente negativo di reddito)	-331.458	-178.956	-278.788	-187.088	-331.138	-157.616
% imposte sul reddito grandi imprese vs PMI	65%	35%	60%	40%	68%	32%
N. imprese	*374*	*2.647*	*419*	*2.751*	*472*	*2.882*
Imposte sul reddito (componente positivo di reddito)	+799.947	+697.070	+807.527	+626.682	+902.223	+686.849
% imposte sul reddito grandi imprese vs PMI	53%	47%	56%	44%	57%	43%

Oneri sociali

La Tabella 10.7 riporta gli Oneri sociali collegati al costo del lavoro. Si tratta di una posta che, come già anticipato, non concorre alla formazione dell'imposizione fiscale, ma che si è deciso di evidenziare in quanto

spesso viene percepita da imprenditori e amministratori come parte dei costi che devono essere corrisposti alla pubblica amministrazione, in questo caso agli enti previdenziali e assicurativi.
Per le imprese aventi un risultato globale lordo positivo, si tratta in tutti i tre anni esaminati di importi considerevoli, addirittura superiori alle imposte sul reddito riportate alla Tabella 10.2 e che, analogamente a queste, presentano un valore mediano molto basso, segnale della presenza di "grandi contribuenti" anche dal punto di vista dei costi previdenziali e assicurativi sostenuti a beneficio del personale.

*Tabella 10.7 – Oneri sociali (B9b) delle imprese del campione**

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Risultato globale lordo positivo			
Oneri sociali – totale	-39.070.976	-35.913.042	-33.361.237
Oneri sociali – mediana	-497	-460	-430
Risultato globale lordo negativo o nullo			
Oneri sociali – totale	-5.072.648	-5.221.693	-5.192.335
Oneri sociali – mediana	-525	-522	-481

*Il numero di dati mancanti è trascurabile, rappresentando al massimo lo 0,08% del campione (30 su 37.810 imprese).

Per le imprese, pari a circa il 12% del campione considerato, con un risultato ante imposte nullo o negativo, gli oneri sociali risultano rilevanti e presentano una mediana addirittura superiore a quella delle società con un risultato civilistico lordo positivo, evidenziando il peso degli oneri contributivi sostenuti dalle imprese con risultato globale lordo negativo o nullo.
La Tabella 10.8 evidenzia gli oneri sociali per classe dimensionale delle imprese, sempre distinguendo quelle con risultato globale lordo positivo da quelle con risultato globale lordo negativo o nullo. In particolare, un andamento simile a quello già commentato delle imposte sul reddito (tabelle 10.5 e 10.6) si riscontra anche per gli oneri sociali: l'incidenza delle grandi imprese si attesta intorno al 60% nei casi di risultato globale lordo positivo, mentre risulta leggermente inferiore, per gli anni 2023 e 2022, nei casi di risultato ante imposte negativo.

Tabella 10.8 – Oneri sociali (B9b) per classe dimensionale delle imprese del campione

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
	Grandi imprese	PMI	Grandi imprese	PMI	Grandi imprese	PMI
Risultato globale lordo positivo						
N. imprese	*5.992*	*27.183*	*5.966*	*27.078*	*5.924*	*27.101*
Oneri sociali	-23.952.195	-15.118.781	-21.925.890	-13.987.151	-20.142.258	-13.218.979
% oneri sociali Grandi imprese vs PMI	61%	39%	61%	39%	60%	40%
Risultato globale lordo negativo o nullo						
N. imprese	*592*	*4.043*	*618*	*4.148*	*660*	*4125*
Oneri sociali	*-2.864.827*	*-2.207.821*	-2.984.490	-2.237.204	-3.144.698	-2.047.637
% oneri sociali Grandi imprese vs PMI	*56%*	*44%*	57%	43%	61%	39%

Le poste di Stato patrimoniale collegate con le Imposte sul reddito e gli Oneri sociali

L'analisi delle poste di Stato patrimoniale connesse alle imposte e agli oneri sociali, nel triennio 2021-2023, evidenzia valori mediani molto bassi. Questo suggerisce la presenza di un numero limitato di imprese con importi relativi a fondo imposte, crediti tributari, debiti tributari e debiti previdenziali particolarmente elevati

a fronte di una maggioranza di imprese con importi marginali. In generale, si osserva un incremento rilevante dei valori assoluti delle diverse poste tra il 2021 e il 2022, seguito da una relativa stabilità nel biennio successivo. Si precisa che i debiti e crediti tributari comprendono anche quelli generati dalle imposte indirette, considerato che il prospetto civilistico di Stato patrimoniale non consente di enucleare quelli esclusivamente riferibili alle imposte sul reddito.
I crediti e i debiti verso l'erario, così come i debiti verso gli istituti previdenziali, risultano essenzialmente a breve termine. Tuttavia, nel 2023 si registra un aumento sia degli importi totali sia dei valori mediani dei crediti e debiti tributari oltre l'esercizio, in alcuni casi in modo particolarmente significativo.
Nello specifico, i *crediti tributari* delle imprese con risultato civilistico lordo positivo risultano per la maggior parte liquidabili entro l'anno, con una quota di crediti oltre l'esercizio che non supera il 15% del totale dei crediti. La composizione di questi crediti a breve termine varia in funzione delle specifiche situazioni aziendali. L'analisi dei bilanci delle società con i maggiori importi in questa posta evidenzia sia posizioni complessivamente creditorie nei confronti del fisco per le imposte dirette sia la presenza di considerevoli crediti a fini IVA o di crediti derivanti da misure agevolative, come gli incentivi per investimenti in beni strumentali, ricerca, sviluppo e innovazione, o i cosiddetti ecobonus (per la quota a breve termine).
Se si prendono in considerazione le imprese del campione con un risultato globale lordo negativo o nullo, l'incidenza dei crediti tributari con scadenza oltre l'esercizio aumenta in modo significativo, arrivando a sfiorare il 30% del totale dei crediti tributari. L'analisi di alcuni bilanci (selezionati tra quelli con un elevato importo di crediti tributari a medio lungo termine) ha evidenziato che tali crediti derivano principalmente dalla cessione del credito da parte di clienti che hanno usufruito dello sconto in fattura previsto per i cosiddetti Superbonus, Ecobonus e Bonus minori. In alcuni casi, i crediti a medio lungo termine vantati verso l'erario sono legati a operazioni particolari, come quelle inerenti al regime IVA di gruppo, oppure a misure di defiscalizzazione che consentono di compensare, in misura totale o parziale, le imposte dirette e indirette.
Per quanto riguarda le *imposte anticipate rappresentate tra i crediti*, queste risultano prevalentemente a breve termine e per i due terzi circa riferibili a imprese con reddito globale lordo positivo. Tuttavia, è significativo notare che quasi la metà degli importi relativi alle imprese con reddito civilistico lordo negativo riguarda società che hanno registrato risultati economici negativi per l'intero triennio. Ciò, come già evidenziato, solleva dubbi sulla corretta valutazione del requisito di ragionevole certezza del futuro recupero di tali imposte che dipende dalla capacità fiscale prospettica dell'impresa.
I *debiti tributari* mostrano un andamento irregolare e sono essenzialmente riconducibili alle imprese con risultati economici positivi e a scadenze di breve termine. Nel caso di debiti tributari esigibili oltre l'esercizio successivo, si tratta generalmente di debiti verso l'erario soggetti a rateizzazione e fortemente concentrati: l'1% del campione detiene rispettivamente il 65%, 56% e 39% dei debiti tributari a medio lungo riferibili agli anni 2023, 2022 e 2021.
Una situazione simile si riscontra per i *debiti previdenziali* che risultano essenzialmente a breve termine e riferibili a imprese con risultato globale lordo positivo, con un valore mediano molto basso. I debiti previdenziali a medio lungo termine hanno un'incidenza sul totale dei debiti previdenziali compresa tra il 12% e il 15% e si caratterizzano per concentrarsi in poche società: circa la metà di questi debiti oltre l'esercizio successivo è riferibile a sole 50 imprese, generalmente nell'ambito di procedure di rateizzazione in corso.

Le posizioni nette verso l'erario: tributaria, fiscale e fiscale-contributiva

Nel complesso, tutte le posizioni considerate – tributaria, fiscale e fiscale-contributiva nette – mostrano, salvo un'eccezione, un saldo creditorio verso l'erario in costante crescita nel triennio (Tabella 10.9).
Ne consegue che, nel loro insieme, le imprese del campione risultano creditrici nei confronti dello Stato, con crediti fiscali e contributivi superiori ai debiti: in tal modo, di fatto, contribuiscono al finanziamento dell'erario.
Analizzando i dati a livello di singola impresa, per verificare l'eventuale presenza di *outlier* che possano distorcere l'interpretazione aggregata, si osserva innanzitutto che il valore mediano è pari a zero o negativo, segnalando una posizione neutra o leggermente creditoria verso l'erario, ma per importi contenuti.

*Tabella 10.9 – Posizione netta verso l'erario (valori negativi=posizione creditoria) dell'intero campione**

euro/000	*Imprese con RGL>0*			*Imprese con RGL<=0*		
	2023	**2022**	**2021**	**2023**	**2022**	**2021**
Posizione tributaria netta - totale	-15.978.934	-10.625.409	-2.195.185	-2.847.802	-2.346.081	-1.837.400
Posizione tributaria netta - mediana	-8	-4	0	0	0	0
N. imprese a credito vs l'erario	*19.584*	*19.263*	*16.864*	*3.334*	*3.433*	*3.149*
% sull'intero campione	*52%*	*51%*	*45%*	*9%*	*9%*	*8%*
Posizione fiscale netta – totale	-21.729.608	-15.381.511	-6.953.551	-6.085.914	-4.967.039	-4.571.564
Posizione fiscale netta – mediana	-46	-33	0	0	0	0
N. imprese a credito vs l'erario	*21.297*	*20.674*	*18.748*	*3.700*	*3.806*	*3.660*
% sull'intero campione	*56%*	*55%*	*50%*	*10%*	*10%*	*10%*
Posizione fiscale e contributiva netta - totale	-11.693.946	-5.862.029	2.084.593	-4.609.841	-3.377.654	-2.874.438
Posizione fiscale e contributiva netta - mediana	0	0	0	0	0	0
N. imprese a credito vs l'erario	*17.869*	*17.515*	*15.119*	*3.320*	*3.375*	*3.202*
% sull'intero campione	*47%*	*46%*	*40%*	*9%*	*9%*	*8%*

*Il numero di dati mancanti è trascurabile, rappresentando al massimo lo 0,23% del campione (86 su 37.810 imprese).

**Posizione tributaria netta: debiti tributari meno crediti tributari

Posizione fiscale netta: debiti tributari e fondo imposte, al netto di crediti tributari e crediti per imposte anticipate

Posizione fiscale e contributiva netta: debiti tributari, fondo imposte e debiti previdenziali, al netto di crediti tributari e crediti per imposte anticipate

Considerando le imprese con risultato globale lordo positivo (che rappresentano l'88% del campione), circa il 60% di esse risulta in posizione creditoria – pari a oltre la metà del campione complessivo. Per quanto riguarda invece le imprese con risultato civilistico lordo nullo o negativo (il restante 12% del campione), circa il 75% presenta una posizione creditoria, dovuta in larga parte alla presenza di crediti per imposte anticipate.

Fondo per imposte, anche differite

La Tabella 10.10 riporta i valori totali e mediani del *Fondo per imposte*, voce che comprende sia il fondo per imposte differite sia eventuali fondi per contenziosi tributari, destinati alla copertura di rischi di natura fiscale.

Tabella 10.10 – Fondo per imposte, anche differite

euro/000	*Imprese con RGL>0*			*Imprese con RGL<=0*		
	2023	**2022**	**2021**	**2023**	**2022**	**2021**
N. imprese	*10.140*	*10.220*	*9.430*	*1.541*	*1.576*	*1.506*
% sul campione di 37.810 imprese	*27%*	*27%*	*25%*	*4%*	*4%*	*4%*
Fondo per imposte, anche differite - totale	9.519.894	10.124.026	9.264.460	1.849.734	1.971.952	2.023.455
% Attivo	0,14%	0,17%	0,15%	0,33%	0,41%	0,40%
Fondo per imposte, anche differite - mediana	39	47	36	87	112	98

Nel caso delle imprese con risultato lordo positivo, il *Fondo per imposte* è rappresentato nello Stato patrimoniale in circa un quarto dei casi, mentre tra le imprese con risultato civilistico lordo negativo la percentuale si riduce sensibilmente, attestandosi al 4%. L'andamento degli importi evidenzia una tendenza decrescente nelle imprese con risultato lordo negativo, mentre appare più variabile nelle altre.

Non sono possibili analisi più dettagliate sul contenuto della posta e sulle sue relazioni con le voci di Conto economico, in quanto né lo schema civilistico di bilancio né la banca dati Aida forniscono tali informazioni. Tuttavia, l'analisi delle imprese che presentano un fondo imposte superiore ai 100 milioni di euro mostra come queste situazioni siano principalmente riconducibili ad accantonamenti per imposte differite, legati a operazioni straordinarie o alla rivalutazione di marchi.

10.1.2. Le relazioni tra tax rate effettivo e dimensioni aziendali

Per valutare l'effettiva incidenza delle imposte d'esercizio sul reddito delle società del campione, è stato determinato il cosiddetto *tax rate effettivo*, considerando esclusivamente le imprese con un risultato globale lordo positivo e con imposte sul reddito aventi natura di onere tributario (Tabella 10.11).

Tabella 10.11 – Tax rate effettivo delle imposte di competenza economica

	2023	**2022**	**2021**
N. imprese	*31.477*	*31.095*	*30.994*
% sul campione di 37.810 imprese	*83%*	*82%*	*82%*
Tax rate – mediana	***28,79%***	***28,40%***	***27,80%***
Tax rate - Grandi imprese – mediana	28,11%	27,91%	27,46%
Tax rate - PMI – mediana	28,98%	28,56%	27,90%

L'indicatore utilizzato per determinare il *tax rate effettivo* delle imposte dirette (IRES e IRAP) è rappresentato dal rapporto tra le imposte sul reddito di competenza economica e il reddito globale lordo riportato nel Conto economico di ciascuna impresa. Il calcolo distingue grandi imprese e piccole e medie imprese. Inoltre, per ridurre l'influenza di valori anomali, nella Tabella sono riportati i valori mediani.
Si osserva un sensibile incremento del *tax rate*, che passa dal 27,80% nel 2021, al 28,40% nel 2022 e al 28,79% nel 2023. Rispetto al tasso nominale delle imposte sul reddito del 27,9% (24% IRES e 3,9% IRAP), il *tax rate effettivo* risulta leggermente superiore, probabilmente a causa delle riprese fiscali e delle addizionali IRAP applicabili a livello regionale. L'incidenza delle imposte sul reddito globale lordo è maggiore per le piccole e medie imprese, con un divario rispetto alle grandi imprese sempre inferiore all'1%, ma in crescita nel triennio.
Per isolare l'effetto delle imposte anticipate, differite, relative a esercizi precedenti e degli oneri (o proventi) derivanti dall'adesione al regime di trasparenza fiscale, la Tabella 10.12 riporta il *tax rate effettivo* calcolato sulle sole imposte correnti. Come già anticipato, queste ultime rappresentano l'ammontare delle imposte dovute dall'impresa per l'anno fiscale in corso, offrendo così una misura diretta dell'onere fiscale annuale, indipendentemente dalla competenza economica.

Tabella 10.12 – Tax rate effettivo delle imposte correnti (ex TUIR)

	2023	**2022**	**2021**
N. imprese	*31.477*	*31.095*	*30.994*
% sul campione di 37.810 imprese	*83%*	*82%*	*82%*
Tax rate – mediana	***28,39%***	***27,96%***	***27,23%***
Tax rate - Grandi imprese - mediana	27,76%	27,34%	26,81%
Tax rate - PMI – mediana	28,53%	28,13%	27,31%

La Tabella mostra che, per le imprese con reddito globale lordo positivo e oneri per imposte sul reddito, le differenze rispetto al tax rate effettivo calcolato sulle imposte di competenza economica sono minime, rimanendo sempre inferiori all'1%.
Confrontando questi risultati con altri recenti studi, si può notare come anche lo *Studio Mediobanca (2024)* sulle medie imprese industriali italiane, relativamente al decennio 2013-2022, evidenzi un *tax rate effettivo* inferiore per le grandi imprese rispetto al valore complessivo. Sebbene, a causa del diverso campione di riferimento, i risultati riportati in questo capitolo e quelli dello Studio Mediobanca differiscano in parte

(pervenendo quest'ultimo a un *tax rate effettivo* inferiore di qualche punto percentuale), le tendenze di fondo – lieve crescita del tax rate e valori più bassi per le grandi imprese – restano coerenti.
Al contrario, il *Rapporto sulla politica di bilancio (2024)*, predisposto dall'Ufficio parlamentare di bilancio, riporta dati sul *tax rate effettivo* significativamente inferiori. Questa discrepanza è riconducibile sia al diverso metodo di calcolo (basato sul rapporto tra le imposte determinate applicando l'aliquota nominale, al netto di detrazioni e crediti d'imposta, e il reddito imponibile) sia alle caratteristiche del campione considerato. Nello specifico, il rapporto presenta dati aggiornati al 2021, include sia società che redigono il bilancio consolidato sia quelle che predispongono il bilancio separato e si basa sulla banca dati amministrativa delle dichiarazioni dei redditi, integrata con i dati di bilancio Aida, garantendo una copertura di circa l'85% delle società attive. Alla luce di questi criteri, l'aliquota effettiva per le società con base imponibile positiva è stimata al 17,8% nel 2021, evidenziando una tendenza in costante riduzione rispetto all'aliquota nominale.

10.2. I contributi in conto esercizio

10.2.1 Gli andamenti complessivi

I contributi in conto esercizio rappresentano un componente positivo di reddito, configurandosi come un'integrazione dei ricavi o una riduzione di costi e oneri della gestione caratteristica o delle gestioni accessorie, ad esclusione di quella finanziaria (OIC 12). Questi fondi possono essere erogati sia da soggetti pubblici sia privati, ma il prospetto di Conto economico non ne riporta la distinzione. In generale, si considera prevalente la componente di origine pubblica, sebbene questa rappresenti una semplificazione necessaria data la struttura sintetica del Conto economico.
La Tabella 10.13 analizza l'andamento dei contributi in conto esercizio nel periodo 2019-2023, con l'obiettivo di verificare l'eventuale impatto della pandemia da COVID-19 su questa componente del Valore della produzione.

Tabella 10.13 – Imprese beneficiarie di contributi in conto esercizio

	2023	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**
*N. imprese del campione**	*37.319*	*37.468*	*37.493*	*37.029*	*36.426*
N. imprese con contributi in conto esercizio maggiori di zero	20.838	21.345	20.579	21.096	13.288
*% sul campione**	*55,84%*	*56,97%*	*54,89%*	*56,97%*	*36,48%*
N. imprese con contributi in conto esercizio e RGL>0	18.619	19.007	18.217	17.136	11.966
*% sul campione**	*49,89%*	*50,73%*	*48,59%*	*46,28%*	*32,85%*
N. imprese con contributi in conto esercizio e RGL<=0	2.219	2.338	2.362	3.960	1.322
*% sul campione**	*5,95%*	*6,24%*	*6,30%*	*10,69%*	*3,63%*
N. imprese con contributi in conto esercizio e A-B<=0	2.045	2.327	2.362	3.705	1.269
*% sul campione**	*5,48%*	*6,21%*	*6,30%*	*10,01%*	*3,48%*

*Il numero delle imprese a denominatore non coincide con il totale del campione di 37.810 a causa di dati mancanti.

Il numero di imprese beneficiarie è aumentato dal 36% nel 2019 a quasi il 57% nel 2020, mantenendosi relativamente stabile negli anni successivi. Questo significativo incremento è plausibilmente legato ad alcune misure di sostegno introdotte a seguito dell'emergenza sanitaria, nello specifico si fa riferimento ai provvedimenti che si sono tradotti in erogazioni di risorse finanziarie o in crediti d'imposta.
I primi contributi a fondo perduto per le imprese colpite dalla pandemia da Covid-19 sono, infatti, stati erogati a partire dal 2020 con l'emanazione del Decreto Cura Italia (D.L. n. 18 del 17 marzo 2020). Successivamente, ulteriori interventi normativi hanno ampliato la platea dei beneficiari e introdotto nuovi aiuti economici tra il 2020 e il 2022, tra cui il Decreto Rilancio (maggio 2020), i Decreti Ristori (ottobre-novembre 2020) e i Decreti Sostegni (2021-2022). L'ultima tranche di contributi risale ai provvedimenti del Decreto Sostegni Ter (gennaio 2022). Successivamente, nel corso del 2022 la guerra tra Russia e Ucraina, con il conseguente rapido incremento del prezzo del gas, ha determinato il reiterarsi dell'erogazione di contributi in conto esercizio da

parte dello Stato. Inoltre, è plausibile che il mantenimento dei contributi su livelli superiori rispetto al 2019 sia stato favorito anche dai fondi del PNRR, i cui bandi – pubblicati per la prima volta a fine 2021 – hanno iniziato a distribuire risorse nel 2022.
Nel periodo in esame, la maggior parte delle imprese che hanno beneficiato di contributi ha registrato un risultato globale lordo positivo. Tuttavia, una quota non trascurabile ha riportato un risultato ante imposte negativo e, in alcuni casi, anche una perdita operativa (nel 2020, il 10% del campione). Questo evidenzia come una parte delle risorse sia stata destinata non tanto a sostenere imprese con potenziale di crescita, quanto piuttosto a supportare realtà in forte difficoltà economica. Sebbene tale incidenza si sia attenuata dopo il 2020, è rimasta superiore rispetto ai livelli del periodo pre-pandemico. Detta dinamica suggerisce che, in alcuni casi, i contributi abbiano avuto una finalità di assistenza piuttosto che di sviluppo, con il rischio di mantenere artificialmente in vita imprese strutturalmente non in grado di creare reddito.
L'analisi degli importi totali dei contributi in conto esercizio (Tabella 10.14) mostra un andamento crescente fino al 2022, con una flessione nel 2023, pur mantenendosi su un livello quasi doppio rispetto al 2019.

Tabella 10.14 – Trend contributi in conto esercizio

euro/000	2023	2022	2021	2020	2019
Contributi in conto esercizio - totale	8.459.718	10.691.884	7.422.777	5.926.836	4.939.437
Contributi in conto esercizio - mediana	68	81	49	31	50
Contributi in conto esercizio settori ATECO beneficiari causa Covid - totale	2.717	40.998	907	72.309	843
Contributi in conto esercizio settori ATECO beneficiari causa Covid - mediana	354	498	220	164	202
Imprese con RGL>0					
Contributi in conto esercizio - totale	7.439.546	9.197.905	6.266.806	4.533.074	4.293.000
Contributi in conto esercizio - mediana	66	78	47	30	49
Imprese con RGL<=0					
Contributi in conto esercizio - totale	1.020.172	1.493.979	1.155.971	1.393.761	646.436
Contributi in conto esercizio - mediana	85	109	70	37	58
Imprese con A-B<=0					
Contributi in conto esercizio - totale	1.223.811	1.487.523	1.330.429	1.388.807	610.796
Contributi in conto esercizio - mediana	78	99	66	36	56

In valore assoluto, i contributi erogati ai settori Ateco interessati dai provvedimenti di ristoro per la pandemia da Covid-19 non risultano particolarmente rilevanti e mostrano un andamento irregolare, probabilmente a causa delle tempistiche di accesso ai fondi. Il peso relativamente contenuto di tali contributi rispetto al totale suggerisce che altri fattori abbiano avuto un ruolo più determinante.
I valori mediani dei contributi in conto esercizio risultano particolarmente bassi, suggerendo una forte concentrazione delle risorse in un numero limitato di beneficiari. Un'analisi più approfondita dei bilanci evidenzia che il 20% dei contributi è attribuibile a sole 30 società su un campione di 37.810. All'interno di questo gruppo, si riscontra una netta prevalenza di società di servizi pubblici (essenzialmente di trasporti o di gestione di infrastrutture), affiancate da imprese del settore chimico e metallurgico, probabilmente a seguito di crediti d'imposta maturati per le aziende energivore o a forte consumo di gas. Sono inoltre presenti alcune società del settore sanitario e farmaceutico, anch'esse tra i principali destinatari di queste risorse.
La Tabella 10.15 evidenzia l'andamento dei contributi in conto esercizio ricevuti da grandi imprese e PMI nel periodo 2019–2023, espressi sia in valore totale sia in valore mediano per impresa.
Nel 2023, i contributi totali risultano pressoché equivalenti tra le due categorie, con circa 4,2 miliardi di euro destinati rispettivamente a grandi imprese e PMI. Tuttavia, analizzando la serie storica, emergono dinamiche differenti. Le grandi imprese mostrano un forte incremento nel 2022 (oltre 5,6 miliardi di euro, contro 2,3 miliardi nel 2021 e 1,5 miliardi nel 2020), con una mediana per impresa che raggiunge i 267 mila euro. Detto valore mediano si riduce a 217 mila euro nel 2023, pur restando su livelli superiori al periodo pre-pandemico.

Le PMI, invece, hanno beneficiato di contributi più stabili nel tempo, con valori totali compresi tra 3,4 e 5,2 miliardi di euro e una mediana compresa tra 28 e 65 mila euro.

Tabella 10.15 – Contributi in conto esercizio e dimensionamento aziendale

euro/000	2023	2022	2021	2020	2019
Contributi c/esercizio – Grandi imprese – totale	4.218.887	5.662.917	2.263.595	1.501.038	1.555.712
Contributi c/esercizio – Grandi imprese-mediana	217	267	103	90	128
Contributi c/esercizio – PMI - totale	4.240.831	5.028.967	5.159.182	4.425.797	3.383.725
Contributi c/esercizio – PMI - mediana	54	65	44	28	45

Lo scostamento maggiore tra PMI e grandi imprese si è verificato nel biennio 2020–2021, quando le PMI hanno ricevuto contributi complessivi sensibilmente superiori rispetto alle grandi imprese (4,4 miliardi contro 1,5 miliardi nel 2020; 5,2 miliardi contro 2,3 miliardi nel 2021). Questo andamento riflette verosimilmente la volontà di sostenere prioritariamente le PMI durante la crisi pandemica, in considerazione della loro maggiore vulnerabilità economica e rilevanza occupazionale.
A partire dal 2022, la situazione si è invertita, con un notevole incremento dei contributi destinati alle grandi imprese, fino a raggiungere nel 2023 una sostanziale parità tra i due gruppi. Questo sviluppo potrebbe riflettere un cambio di orientamento nelle politiche di sostegno, rivolto non solo alla sopravvivenza delle imprese più fragili, ma anche alla promozione della ripresa e della crescita nelle imprese di dimensioni maggiori.
Il confronto tra le mediane evidenzia una netta differenza in relazione alla dimensione aziendale: in ogni anno del periodo considerato, le grandi imprese hanno ricevuto importi unitari 3–4 volte superiori a quelli delle PMI. Questo divario riflette, almeno in parte, le maggiori dimensioni aziendali, ma può anche indicare una maggiore capacità delle grandi imprese di accedere a contributi più rilevanti, grazie a progettualità più strutturate o all'adesione a strumenti di sostegno specifici.

10.2.2 L'incidenza dei contributi in conto esercizio, variabili economico finanziarie e dimensioni aziendali

L'analisi è stata approfondita calcolando l'incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione. Dalla Tabella 10.16 emerge che tale incidenza è generalmente molto bassa e caratterizzata da un andamento irregolare.

Tabella 10.16 – Incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione

	2023	2022	2021	2020	2019
Intero campione					
% Valore prod. - mediana	0,32%	0,41%	0,32%	0,26%	0,29%
Imprese con RGL>0					
% Valore prod. - mediana	0,31%	0,38%	0,29%	0,23%	0,28%
N. imprese con % Valore prod. >20%	146	165	358	218	178
N. imprese con % Valore prod >50%	70	59	147	108	88
Imprese con RGL<=0					
% Valore prod. - mediana	0,54%	0,73%	0,92%	0,57%	0,42%
N. imprese con % Valore prod. >20%	69	78	181	159	68
N. imprese con % Valore prod >50%	19	24	69	43	24
Imprese con A-B<=0					
% Valore prod. - mediana	0,54%	0,70%	0,84%	0,57%	0,39%
N. imprese con % Valore prod. >20%	79	76	179	151	63
N. imprese con % Valore prod >50%	26	25	67	45	22

Le imprese con un risultato globale lordo e/o un risultato operativo negativo presentano un'incidenza significativamente più elevata dei contributi sul valore della produzione rispetto a quelle con un risultato ante imposte positivo. La diversità delle tipologie di contributi in conto esercizio esistenti non consente di trarre conclusioni specifiche, se non l'osservazione generale che l'erogazione di tali risorse dovrebbe essere valutata con attenzione nel caso di società che faticano a coprire i costi operativi con i ricavi d'esercizio.
Un aspetto rilevante è la presenza, seppur marginale rispetto all'intero campione, di imprese che percepiscono contributi in conto esercizio superiori al 20% o addirittura al 50% del valore della produzione. Con riferimento a quest'ultima situazione, l'analisi dei relativi bilanci, ha evidenziato come si tratti di imprese di produzione di energia elettrica nel campo delle rinnovabili, di trasporto pubblico e del settore agricolo. È probabile che molte di queste imprese siano società pubbliche che ricevono fondi dalle amministrazioni di riferimento. Se, invece, si tratta di imprese private, tali situazioni sollevano serie preoccupazioni sulla loro capacità di garantire la continuità aziendale senza il continuo flusso dei contributi.
Un ulteriore approfondimento ha riguardato il tasso di crescita operativa delle imprese beneficiarie dei contributi. La finalità di tali contributi dovrebbe essere quella di sostenere la crescita aziendale, almeno in termini operativi. A tal fine, la Tabella 10.17 riporta l'incidenza dei contributi sul valore della produzione, distinguendo tra le imprese che, nello stesso anno, hanno registrato un incremento o un calo dei ricavi di vendita e quelle con variazioni positive o negative del risultato operativo. L'analisi evidenzia che l'incidenza dei contributi risulta generalmente maggiore nelle imprese con ricavi e/o risultato operativo in calo, suggerendo che, nel breve termine, tali risorse non abbiano contribuito in modo efficace alla crescita aziendale.

Tabella 10.17 – Incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione e crescita aziendale

	2023	**2022**	**2021**	**2020**
% Valore prod. (mediana) delle Imprese con incremento dei ricavi di vendita	0,28%	0,41%	0,29%	0,21%
% Valore prod. (mediana) delle Imprese con decremento dei ricavi di vendita	0,39%	0,38%	0,53%	0,30%
% Valore prod. (mediana) delle Imprese con incremento del risultato operativo (A-B)	0,30%	0,36%	0,28%	0,22%
% Valore prod. (mediana) delle Imprese con decremento del risultato operativo (A-B)	0,36%	0,47%	0,39%	0,31%

Considerando la dimensione aziendale, l'incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione risulta nettamente superiore per le piccole e medie imprese, coerentemente con l'idea che tali risorse dovrebbero sostenere il loro sviluppo (Tabella 10.18). Il divario tra grandi imprese e PMI tende inoltre ad ampliarsi nell'ultimo biennio.

Tabella 10.18 Incidenza dei contributi in conto esercizio sul valore della produzione per classe dimensionale

	2023	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**
% Valore prod. (mediana) – Grandi imprese	0,20%	0,26%	0,09%	0,08%	0,11%
% Valore prod. (mediana) – PMI	0,34%	0,42%	0,36%	0,27%	0,32%

10.3. Riflessioni di sintesi

L'analisi condotta sui dati di bilancio del triennio 2021-2023 relativamente alle imposte sul reddito ha evidenziato come il gettito complessivo derivante da IRES e IRAP abbia registrato un aumento significativo, coerente con la crescita del risultato ante imposte delle imprese con risultato globale lordo positivo. Il *tax rate effettivo* delle imposte di competenza economica ha mostrato un andamento in costante crescita, seppur con variazioni contenute, passando dal 27,80% nel 2021 al 28,79% nel 2023. La pressione fiscale

effettiva è risultata lievemente più elevata per le piccole e medie imprese rispetto alle grandi imprese, con un divario contenuto, ma in aumento, nel triennio.
Un aspetto critico emerso dall'analisi riguarda l'iscrizione di imposte anticipate. Il riconoscimento di tali imposte richiede la ragionevole certezza del loro futuro recupero, subordinato alla capacità dell'impresa di generare redditi imponibili nei successivi esercizi. Nel triennio analizzato, le imposte anticipate hanno assunto un peso particolarmente rilevante nel 2021 e nel 2022, probabilmente per effetto dei benefici fiscali legati al riporto delle perdite maturate durante la pandemia. La loro incidenza nelle imprese con risultato globale lordo negativo solleva, tuttavia, seri interrogativi sulla corretta valutazione della capacità fiscale prospettica di tali soggetti e sulla sostenibilità del loro riconoscimento a bilancio, nel rispetto dei criteri di attendibilità e prudenza.
Per quanto riguarda gli oneri sociali, l'analisi conferma la loro elevata incidenza rispetto alle imposte sul reddito, con importi complessivi superiori e in costante crescita nel triennio considerato. Gli oneri previdenziali e assicurativi rappresentano, quindi, una componente di costo rilevante, che, sulla base dei dati esaminati, risulta gravare sulle imprese indipendentemente dal risultato economico conseguito, incidendo quindi anche sulle realtà in perdita.
La successiva analisi nel triennio 2021-2023 dei contributi in conto esercizio ha mostrato un andamento altalenante, con un picco nel 2022 – probabilmente legato all'erogazione dei fondi PNRR e all'introduzione di misure emergenziali per contrastare la crisi energetica – seguito da una riduzione nel 2023, pur mantenendosi su livelli significativamente superiori rispetto al periodo pre-pandemico. Il numero di imprese beneficiarie ha registrato un incremento notevole nel 2020, passando dal 36% al 57% del campione, per poi stabilizzarsi negli anni successivi. La distribuzione dei contributi risulta, tuttavia, fortemente concentrata: il 20% delle risorse totali è stato assegnato a sole 30 imprese, operanti principalmente nei settori dei servizi pubblici, della chimica e della metallurgia essenzialmente in relazione, per questi ultimi due casi, ai crediti d'imposta per le imprese energivore.
Dal punto di vista dell'incidenza dei contributi sul valore della produzione, le imprese con risultato globale lordo negativo hanno mostrato una incidenza mediana dei contributi in conto esercizio sistematicamente più elevata rispetto a quelle con reddito lordo positivo. Nel triennio 2021–2023, tali imprese hanno beneficiato di valori quasi doppi, con punte dello 0,92% sul valore della produzione nel 2021, contro lo 0,29% delle imprese con reddito globale lordo positivo. Al contrario, l'incidenza complessiva di imposte e oneri sociali sul valore della produzione si è mantenuta piuttosto simile tra i due gruppi, attestandosi tra il 4,5% e il 5%. Ciò evidenzia che anche le imprese con risultati negativi hanno sostenuto costi fiscali e previdenziali rilevanti, in parte compensati da un maggiore sostegno pubblico rappresentato dai contributi in conto esercizio.
Inoltre, l'andamento dell'incidenza di imposte e oneri sociali ha mostrato una tendenza altalenante per le imprese con risultato globale lordo positivo, mentre si è mantenuto più stabile per quelle in perdita. Questo può suggerire un miglioramento della capacità delle imprese con risultato ante imposte negativo di sostenere tali oneri nel tempo, anche grazie all'effetto compensativo dei contributi ricevuti.
Infine, un approfondimento sul tasso di crescita operativa delle imprese beneficiarie ha evidenziato che i contributi in conto esercizio risultano più elevati nelle imprese con ricavi di vendita e risultato operativo in calo. Questo dato solleva dubbi sull'efficacia immediata di tali risorse nel favorire la crescita aziendale e suggerisce che, almeno nel breve periodo, i contributi abbiano avuto una funzione più assistenziale che propulsiva.
Considerando la dimensione delle imprese, l'incidenza dei contributi è risultata significativamente più alta per le piccole e medie imprese, con un divario crescente rispetto alle grandi imprese nell'ultimo biennio, a conferma della volontà di sostenere le imprese più fragili nei periodi di maggiore criticità economica.
In sintesi, l'analisi evidenzia come gli interventi adottati dal legislatore nel triennio 2021–2023 abbiano inciso sia sulla fiscalità sia sui contributi in conto esercizio, con effetti differenziati in base al risultato globale lordo e alla dimensione aziendale. Emergono alcune criticità, in particolare la forte concentrazione delle risorse pubbliche in un numero ristretto di imprese, l'incertezza sulla recuperabilità delle imposte anticipate e la scarsa efficacia dei contributi nel sostenere la crescita aziendale nel breve periodo. Questi elementi suggeriscono la necessità di una maggiore attenzione nella progettazione delle politiche fiscali e industriali, al fine di garantire un impiego più efficace, equo e mirato delle risorse pubbliche, capace di bilanciare esigenze di sostegno immediato e obiettivi di sviluppo economico di lungo termine.

11. GLI ASPETTI STRUTTURALI E LE PERFORMANCE ECONOMICHE A LIVELLO TERRITORIALE

Massimo Albanese

11.1. Il quadro regionale sui profili morfologici del campione

Il capitolo esamina i principali profili e le performance economiche delle imprese selezionate, a livello territoriale. Questo tipo di lettura è utile sia perché il sistema produttivo italiano è costituito da aree geoeconomiche caratterizzate da specifiche differenze, sia perché consente di individuare a scala territoriale le più importanti specializzazioni economiche, e il relativo contributo, e le tipologie d'impresa che nel triennio in esame si sono ben comportate. In questo senso, attraverso l'elaborazione dei dati si offrono elementi per la valutazione del ruolo interpretato dai diversi sistemi produttivi territoriali con lo scopo di fornire al decisore politico spunti per possibili azioni di sviluppo e sostegno.
In particolare, si è optato per adottare la suddivisione territoriale NUTS (Nomenclatura Unità Territoriali Statistiche usata a fini statistici dall'UE), che per l'Italia prevede le seguenti macroaree:

- Nord-Ovest (Liguria, Lombardia, Piemonte e Valle d'Aosta);
- Nord-Est (Emilia-Romagna, Friuli-Venezia Giulia, Veneto e Trentino-Alto Adige);
- Centro (Lazio, Marche, Toscana e Umbria);
- Sud (Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise e Puglia);
- Isole (Sardegna e Sicilia).

Sebbene le elaborazioni forniscano dati a questo livello territoriale, i commenti possono fare riferimento ad aspetti e/o fattori che si pongono ad una scala inferiore (ad esempio a livello regionale). Ciò è avvenuto laddove ritenuto significativo e tendenzialmente ha assunto finalità esemplificative e a supporto delle letture offerte.
Sotto il profilo operativo, per associare le imprese ad una specifica macroarea è stata presa in considerazione la relativa sede legale[59]. Tramite questa variabile è stato possibile ricavare la localizzazione per la quasi totalità delle imprese del campione. Infatti, per due imprese il dato relativo alla sede legale non è disponibile, cosicché le elaborazioni svolte si basano su 37.808 imprese, anziché 37.810[60]. In merito a questi profili, si segnala infine che in alcune elaborazioni (Figure 11.1 e 11.2) la numerosità delle imprese analizzate è scesa, a causa della scarsa significatività dei dati di alcune variabili, come nel caso dei valori di patrimonio netto negativi o dei ricavi di vendita pari a zero. In queste elaborazioni l'autore ha indicato il numero delle imprese prese in considerazione.
Date le finalità del capitolo un primo, importante aspetto da esaminare attiene alla distribuzione territoriale del campione. Dalla Tabella 11.1 si evince che il Nord-Ovest è sede di circa il 40% delle imprese, il Nord-Est del 26%, il Centro del 17%, il Sud di poco meno del 13% e l'Italia insulare di poco più del 4%. L'Italia settentrionale accoglie, quindi, circa i due terzi delle imprese selezionate.
Non va però perso di vista il fatto che ciò potrebbe esser influenzato dalle caratteristiche dimensionali delle macroaree considerate, che abbracciano un numero di regioni e porzioni di territorio differenti. Pertanto, è parso utile rapportare il campione alla popolazione (residenti ISTAT al 01/01/2024), al fine di disporre di un'ulteriore visuale.
Come si può vedere dalla Tabella 11.1, l'indice prescelto conferma una maggior vocazione del Nord-Ovest e del Nord-Est rispetto ad altre aree del Paese nel fare un certo tipo d'impresa, visto che in queste macroaree, grazie alla propensione di Lombardia e Veneto (1,12 e 0,94), si registrano rispettivamente 0,95 e 0,85 imprese ogni mille abitanti.
Anche se spesso i valori regionali si collocano entro un certo intorno del valore di macroarea, nel Nord-Ovest ciò non avviene. Liguria e Valle d'Aosta si collocano, infatti, con un indice di 0,47 e 0,43 su livelli distanti dal valore di macroarea, similari ad alcune regioni meridionali, come l'Abruzzo (0,46) e la Campania (0,44). Ciò depone in favore di alcune letture proposte in recenti pubblicazioni, dove si osserva come determinate

[59] In alternativa, lo studio avrebbe potuto basarsi sulla sede operativa, ma il più basso grado di disponibilità di dati, assente per circa il 3,5% del campione, ha fatto propendere per la prima opzione.
[60] Le discrasie con i dati riportati in altri capitoli (come nel caso dei capp. 2, 4 e 5) sono imputabili al diverso campione.

regioni manifestino difficoltà nel tenere il passo di marcia della macroarea di riferimento (si veda, ad esempio, Conti, 2024).

Tabella 11.1 – La localizzazione delle imprese del campione

NUTS 1	Numero	%	Numero (x 1.000 abitanti)
Nord-Ovest	15.093	39,9%	0,95
Nord-Est	9.864	26,1%	0,85
Centro	6.482	17,1%	0,55
Sud	4.757	12,6%	0,35
Isole	1.612	4,3%	0,25
Totale	**37.808**	**100,0%**	**0,64**

Dalla distribuzione della forma giuridica assunta dalle imprese indagate si possono effettuare alcune considerazioni interessanti.
Osservando la distribuzione a scala territoriale delle macro-forme societarie, si nota una peculiarità: percorrendo verso sud l'Italia, l'incidenza delle società a responsabilità limitata cresce, passando progressivamente da meno del 62% del Nord-Ovest ad oltre il 76% nel Mezzogiorno (media ponderata tra le macroaree Sud e Isole). Parallelamente, il peso delle società per azioni diminuisce, essendo pari a circa il 38% nel Nord-Ovest ed intorno a poco più del 21% nel Mezzogiorno.
Data la maggior incidenza di Spa, è plausibile pensare che le imprese del Nord-Ovest e del Nord-Est si contraddistinguano per un maggior grado di strutturazione, associando a questo connotato una maggiore dimensione, una maggiore articolazione nella struttura di governance, maggiori possibilità di accesso al mercato dei capitali. Diversamente, laddove le Srl assumono maggior rilevanza, con tutta probabilità si è al cospetto di sistemi produttivi più sbilanciati su operatori di minori dimensioni, tendenzialmente più flessibili (in virtù di strutture di governance più snelle e una minore polverizzazione dei ruoli) e non di rado maggiormente impermeabili alle negatività dei cicli economici (Sicca, 2017).

Tabella 11.2 – Le forme societarie a livello territoriale

Forma giuridica	Nord-Ovest	Nord-Est	Centro	Sud	Isole	Totale
S.P.A.	37,9%	36,5%	32,0%	21,2%	22,0%	33,7%
S.P.A. a socio unico	0,1%	0,0%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%
S.A.P.A.	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
S.R.L.	61,6%	63,1%	66,5%	76,9%	74,4%	65,3%
S.R.L. semplificata	0,2%	0,2%	0,9%	1,7%	3,0%	0,7%
S.R.L. a socio unico	0,2%	0,1%	0,3%	0,1%	0,4%	0,2%
Totale	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Alla luce di queste considerazioni, nella seconda parte del capitolo queste forme giuridiche vengono prese in considerazione nell'analisi di alcune performance (§ 11.3.3). Parimenti, appare altrettanto utile verificare l'apporto fornito dalle diverse classi di impresa per età, dato che in Italia le imprese più longeve esprimono una quota considerevole dei ricavi di vendita. Infatti, stando ad un'analisi basata sui dati del 2021, alle imprese nate prima del 2000 si può attribuire un peso di circa il 70% del volume di affari delle imprese italiane (Fischetti e Gabrielli, 2023).
La Tabella 11.3 getta le basi per questo tipo di approfondimento e fornisce alcune misure di sintesi. La mediana nazionale si posiziona intorno ai 28 anni di età, ma questo risultato deriva da un assetto che contrappone il settentrione, dove il valore mediano supera i 30 anni, al resto del Paese, dove l'indice tocca livelli anche inferiori a 23 anni, come nel caso della macroarea Sud.

Lo scarto in termini di anzianità supera quindi il 33%. Ciò apre la strada ad alcuni interrogativi: i tassi di natalità di certe aree del Paese sono tali da giustificare il ringiovanimento dell'apparato produttivo? L'elevata mortalità ostacola la maturazione delle imprese?
Naturalmente, si tratta di domande di non facile risposta, che il presente capitolo non può soddisfare pienamente per l'indisponibilità di dati sul saldo naturale, coerenti alle condizioni d'individuazione del campione. Tuttavia, dai dati a disposizione si possono desumere aspetti significativi circa la longevità delle imprese esaminate.
In questo senso, sono state adottate specifiche classi di età in modo da individuare (con un certo grado di approssimazione) la fase del ciclo di vita in cui si collocano le diverse imprese e disporre di una variabile da utilizzare come chiave nelle successive elaborazioni.
Sotto il profilo della configurazione strutturale la Tabella 11.3 evidenzia il maggior peso esercitato dalle imprese giovani nel Mezzogiorno (Sud e Isole).
Questo valore, che è almeno doppio rispetto alle regioni del Nord-Ovest e del Nord-Est, può esser associato ad una maggior progettualità, maggiori opportunità di sostegno e disponibilità di finanziamenti dedicati (interventi di natura pubblica); fattori questi che, con tutta probabilità, hanno elevato la fertilità imprenditoriale e quindi contribuito ad abbassare l'età mediana del tessuto economico locale.
Allo stesso tempo, il minor peso espresso dalle imprese "longeve" e in taluni casi, come in Sicilia e Sardegna, da quelle "mature" potrebbe essere collegato a processi imprenditoriali partiti in ritardo e ad una minore capacità di resistenza (Confindustria e Cerved, 2023), specialmente delle microimprese, quindi a minori probabilità per le imprese di maturare e diventare "longeve". Vale a dire imprese costituite da almeno 50 anni, verosimilmente sopravvissute ai fondatori, rientranti in quella fetta di imprese sulle quali l'economia nazionale conta poiché, come mostrato in Fischetti e Gabrielli (2023), protagoniste nell'affermazione sui mercati.
In particolare, dalle elaborazioni in Tabella 11.3 sembra che nel passaggio da imprese mature a longeve specifiche aree del Paese incontrino maggiori ostacoli. È difficile individuare le determinanti alla base della forbice tra il peso delle imprese longeve nel Nord-Ovest (oltre il 14%), o nel Nord-Est (oltre 11%), e le altre macroaree, in particolare nel Sud e nelle Isole (dove le imprese longeve si attestano rispettivamente poco oltre il 5% e il 7%), poiché queste incidenze possono essere influenzate da differenziali sia nella mortalità, sia nella natalità delle imprese.
Sulla scorta di questa considerazione, ai criteri adottati per l'individuazione del campione (si veda il Cap. 1) sono state apportate alcune modifiche volte a stimare il tasso delle imprese giovani e longeve sopravvissute. In particolare, nella strategia di ricerca iniziale sono state disattivate le condizioni funzionali a restringere il campione alle imprese attive con disponibilità di dati di bilancio nel triennio 2021-2023, ed è stata aggiunta una condizione finalizzata a identificare le imprese nate in specifici periodi, vale a dire prima del 1974, per individuare le imprese longeve potenziali, e tra il 2019 e il 2021, per intercettare le imprese giovani potenziali. Grazie a questi dati, rapportando rispettivamente le imprese, longeve e giovani, attive, alle imprese, longeve e giovani, potenziali, è stato stimato il relativo tasso di sopravvivenza.
Dalle elaborazioni svolte risulta che nel Nord-Est e nel Nord-Ovest il tasso di sopravvivenza delle longeve sia effettivamente più elevato rispetto a quello del Mezzogiorno (Sud e Isole). A questo riguardo, si può ipotizzare che un ruolo non secondario sia stato interpretato dalle capacità di gestione del passaggio generazionale[61] (rilevante nelle imprese familiari), di adattamento al cambiamento, di sfruttamento delle possibilità offerte dal progresso tecnologico e reperimento di risorse funzionali, come pure dal livello di dotazione infrastrutturale dei territori di riferimento e dai servizi offerti dai sistemi locali. Tuttavia, lo scarto rilevato nei i tassi di sopravvivenza sembra spiegare solo in parte le differenti incidenze delle longeve in Tabella 11.3. Infatti, se nel Nord-Est e nel Nord-Ovest, la percentuale delle longeve sopravvissute si posiziona rispettivamente sul 62% e oltre il 59% e nelle Isole questo valore va poco oltre il 54%, nel Sud questa misura supera il 58%, quindi non è su un livello così distante da quello del Nord-Ovest. Pertanto, per meglio comprendere gli assetti esposti in Tabella 11.3, è bene esaminare anche le imprese giovani.
Adottando questa lente, il peso delle imprese longeve nel Mezzogiorno sembrerebbe smorzato da due fattori: la maggiore natalità delle imprese del Mezzogiorno, secondo i dati del 2023 di Movimprese, con quasi

[61] Si tratta di processi che possono essere caratterizzati da criticità alimentate non solo dal subentro della nuova generazione, ma anche dalle difficoltà nel trasferimento di conoscenze, routine e competenze sedimentate (Lank,2001).

15 mila unità in più quest'area contribuisce per più di un terzo dell'intero saldo annuale (Calabrese, 2024); un tasso di sopravvivenza delle giovani imprese più elevato. Infatti, secondo le stime qui prodotte, si aggirerebbe intorno all'88% nelle Isole e poco sopra l'87% nel Sud la quota delle imprese giovani sopravvissute; mentre nel Nord-Ovest e nel Nord-Est, questa stima scenderebbe rispettivamente all'83% e sotto l'85%.
Anche in questo caso, non è agevole isolare le determinanti alla base di questi differenziali, si può però riconoscere una certa rilevanza agli incentivi e alle politiche di sostegno all'imprenditorialità rivolti al Mezzogiorno. Tra questi è appena il caso di citare misure come "Resto al Sud", volta a supportare la nascita e lo sviluppo di nuove attività imprenditoriali e libero professionali da parte di under 56 (introdotta mediante il D.L. 91/2017), o "Decontribuzione Sud", finalizzata a ridurre il costo del lavoro tramite sgravi contributivi (introdotta mediante il D.L. 104/2020), o anche il "Bonus Sud" (formalmente denominato "Credito d'Imposta per Investimenti nel Mezzogiorno"), un credito d'imposta concesso per nuovi investimenti in beni strumentali (introdotto dalla L. 208/2015 e valido sino al 2019, ma poi prorogato).

Tabella 11.3 – L'età delle imprese *campione nei territori*

NUTS 1	**Età** (mediana in anni)	**Peso** (% su tot. macroarea)			
		Giovani (sino a 5 anni)	In fase di sviluppo (≥5 e <10 anni)	Mature (≥10 anni e <50)	Longeve (>=50 anni)
Nord-Ovest	30,1	2,5%	7,2%	76,0%	14,4%
Nord-Est	30,8	2,2%	6,4%	80,1%	11,3%
Centro	25,4	3,4%	9,7%	77,1%	9,7%
Sud	22,8	4,9%	10,6%	79,4%	5,1%
Isole	23,3	6,0%	12,4%	74,3%	7,3%
Totale	**27,9**	**3,0%**	**8,1%**	**77,6%**	**11,3%**

Per avanzare nel ritratto del campione, si fornisce anche una rappresentazione riguardante i settori economici in cui le imprese operano, in modo da poter individuare le vocazioni/specializzazioni più importanti.
Dalla Tabella 11.4 si evince che a livello nazionale i primi cinque raggruppamenti settoriali sono – in ordine decrescente per numero di imprese − il commercio, la meccanica, le costruzioni, le altre attività manifatturiere e i servizi professionali e ICT. Questi raggruppamenti rappresentano, nell'insieme, più del 70% della popolazione campionaria e ciò è indicativo del grado di specializzazione economica.
Una fotografia simile emerge anche per le macroaree del Nord-Ovest, Nord- Est e Centro, dove i principali raggruppamenti settoriali:

- corrispondono a quelli indicati a livello nazionale, eccezion fatta per l'agroalimentare nel Nord-Est, che subentra ai servizi professionali e ICT;
- coprono un maggior numero di imprese, circa i tre quarti delle imprese del Nord-Ovest e del Nord-Est. Mentre nel caso del Centro il grado di polarizzazione è inferiore, intorno ai due terzi delle imprese.

Il Sud si caratterizza per un grado di concentrazione analogo a quello nazionale; tuttavia, quest'area si distingue per le specializzazioni economiche prevalenti. In quest'ambito, i trasporti e la logistica e l'agroalimentare appaiono (oltre a commercio, costruzioni e meccanica) fra i raggruppamenti economici caratterizzati da un maggior presidio.

Tabella 11.4 – Profili strutturali del sistema economico-produttivo (raggruppamenti settoriali[62])

Raggruppamenti settoriali	Nord-Ovest		Nord-Est		Centro		Sud		Isole		Totale	
	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%
Att. Estrattive	28	0,2%	22	0,2%	9	0,1%	12	0,3%	13	0,8%	84	0,2%
Agroalimentare	617	4,1%	738	7,5%	300	4,6%	426	9,0%	177	11,0%	2.258	6,0%
Meccanica	2.972	19,7%	2.251	22,8%	702	10,8%	463	9,7%	73	4,5%	6.461	17,1%
Sistema moda e arredo	690	4,6%	692	7,0%	534	8,2%	176	3,7%	13	0,8%	2.105	5,6%
Altre att. manifatturiere	1.850	12,3%	1.029	10,4%	555	8,6%	258	5,4%	68	4,2%	3.760	9,9%
Utilities e Serv. ambientali	514	3,4%	241	2,4%	245	3,8%	242	5,1%	61	3,8%	1.303	3,4%
Costruzioni	1.489	9,9%	1.016	10,3%	791	12,2%	650	13,7%	242	15,0%	4.188	11,1%
Commercio	3.696	24,5%	2.266	23,0%	1.688	26,0%	1.441	30,3%	516	32,0%	9.607	25,4%
Servizi professionali e ICT	1.421	9,4%	519	5,3%	558	8,6%	216	4,5%	75	4,7%	2.789	7,4%
Servizi operativi	317	2,1%	170	1,7%	197	3,0%	129	2,7%	37	2,3%	850	2,2%
Trasporti e Logistica	678	4,5%	397	4,0%	321	5,0%	321	6,7%	137	8,5%	1.854	4,9%
Ristorazione e Servizi turistici e culturali	550	3,6%	308	3,1%	370	5,7%	217	4,6%	121	7,5%	1.566	4,1%
Servizi formativi e per la persona	90	0,6%	85	0,9%	56	0,9%	35	0,7%	11	0,7%	277	0,7%
Servizi socio-sanitari	126	0,8%	105	1,1%	131	2,0%	149	3,1%	66	4,1%	577	1,5%
Altre attività	55	0,4%	25	0,3%	25	0,4%	22	0,5%	2	0,1%	129	0,3%
Totale	**15.093**	**100%**	**9.864**	**100%**	**6.482**	**100%**	**4.757**	**100%**	**1.612**	**100%**	**37.808**	**100%**

Nota: le celle con sfondo grigio indicano i primi 5 raggruppamenti

Nelle Isole, infine, l'assetto del sistema economico presenta un grado di polarizzazione analogo all'Italia settentrionale, con la differenza che in questa macroarea i raggruppamenti settoriali dell'agroalimentare, dei trasporti e logistica e della ristorazione e dei servizi turistici e culturali svolgono (unitamente a commercio e costruzioni) un ruolo di primo piano.
Alla luce di questa rapida rassegna, si può dire che il commercio, le costruzioni e la meccanica siano i raggruppamenti settoriali su cui l'economia del Paese è diffusamente specializzata.

11.2. Gli andamenti e i profili strutturali delle principali componenti positive e negative di reddito

11.2.1. I ricavi di vendita

I ricavi di vendita nazionali del 2023 si sono attestati intorno a 1.830 miliardi di euro.
A livello di macroarea, nel 2023 le imprese del Nord-Ovest hanno conseguito ricavi di vendita per poco meno di 840 miliardi di euro, pesando nel triennio stabilmente tra il 45% e il 46% dei ricavi di vendita nazionali (Tabella 11.5).

[62] Per definire i diversi raggruppamenti settoriali, le elaborazioni proposte si basano sull'attività "principale" dichiarata (codici ATECO). In particolare, l'analisi si è ispirata all'approccio adottato in Pitingaro e Corsini (2022), e avallato da InfoCamere e RetImpresa, apportando alcune modifiche funzionali a snellire le tabelle esposte. Nella fattispecie, le classi (previste in Pitingaro e Corsini, 2022, p.24) "Servizi professionali" e "Servizi tecn., Informaz. e Comunicazione" sono state accorpate nell'aggregato "Servizi professionali e ICT". Al pari, le classi "Servizi turistici" e "Attività artistiche, creative e culturali" sono confluite nell'aggregato "Ristorazione e Servizi turistici e culturali". Le divisioni ATECO non riconducibili agli aggregati esposti sono state raccolte nella classe residuale "Altre attività".

Nel medesimo anno, i ricavi di vendita del Nord-Est hanno sfiorato i 460 miliardi di euro e nel corso del triennio questo sistema produttivo ha inciso tra il 24 e il 25% sul totale del Paese. Il Centro, invece, è andato oltre i 360 miliardi, esprimendo un peso intorno al 20%, in linea, quindi, con il livello registrato nel 2021. Ne consegue che il peso esercitato dai ricavi di vendita delle imprese situate nel Mezzogiorno (Sud e Isole) è oscillato tra l'8% e il 9%.
Questi assetti sono stati raggiunti nell'ambito di una dinamica evolutiva che a livello nazionale ha fatto registrare, tra il 2021 e il 2022, una crescita dei ricavi di vendita di circa 23,6% e, tra il 2022 e il 2023, una contrazione intorno a -4,4% (Tabella 11.7). Riprendendo quanto affermato nel capitolo 2, si può parlare di crescita in termini reali nel 2022, dato che la variazione rilevata è superiore a quella dell'inflazione nel medesimo periodo. Mentre per ciò che concerne la dinamica dell'ultimo periodo, secondo le considerazioni sull'economia nazionale di Banca d'Italia (2024) e Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti (2024) molteplici fattori possono essere alla base della contrazione dei ricavi di vendita, come ad esempio il perdurare dell'incertezza economica legata alle tensioni geopolitiche e la debolezza della domanda mondiale.
È bene notare che questi andamenti dei ricavi di vendita non accomunano le diverse macroaree. Infatti, se il Nord-Ovest ha seguito un percorso più o meno analogo a quello appena descritto, il Centro è stato caratterizzato da variazioni più intense: vistosa crescita tra il 2021 e il 2022 (quasi + 40%) e significativo calo fra 2022 e 2023 (oltre -16%). Si è comportato diversamente il Nord-Est, che è riuscito a difendere il livello dei ricavi di vendita raggiunto nel 2022; mentre hanno fatto meglio le macroaree Isole e Sud, che tra il 2022 e il 2023 hanno dato seguito alla precedente fase espansiva con un ulteriore aumento dei ricavi di vendita del 3,6% e 6%. Queste dinamiche sono state sostenute dalle esportazioni (Banca d'Italia, 2024), che quindi hanno contribuito ad alimentare questa crescita "lunga", in controtendenza rispetto al resto del Paese.
Coerentemente alle evidenze riportate in Fischetti e Gabrielli (2023), le imprese più anziane rappresentano la forza motrice dei ricavi di vendita nazionali giacché, sulla base di elaborazioni più fini (qui non presentate) le imprese con almeno:

- 10 anni di età (questo segmento comprende le imprese qui etichettate come mature e longeve) pesano stabilmente nel triennio intorno al 92% dei ricavi totali (sotto il profilo numerico pesano per quasi l'89% sul campione);
- 20 anni di età (visuale comparabile a quella adottata in Fischetti e Gabrielli, 2023) esprimono un'incidenza di circa il 76-77%, con punte che nel Nord-Est sfiorano l'80% sul relativo totale. Al Sud, invece, queste imprese vanno poco oltre il 66% del totale di macroarea.

Seguendo analoghe modalità (dato non esposto in Tabella per brevità), si rileva che non sempre i raggruppamenti settoriali più presenti (in termini di consistenza numerica, Tabella 11.4) rientrano tra quelli con i ricavi più elevati. Limitando l'osservazione ai primi cinque raggruppamenti settoriali del 2023, si nota che:

- nel Nord-Ovest, i ricavi di vendita dell'agroalimentare superano quelli delle costruzioni;
- nel Nord-Est, i ricavi di vendita del sistema moda e arredo sorpassano quelli delle costruzioni;
- nel Centro, i ricavi di vendita riferibili alle utilities e ai servizi ambientali si posizionano su un livello di oltre 4,5 volte quelli delle costruzioni;
- i ricavi di vendita delle altre attività manifatturiere prendono il posto, nel Sud, dei trasporti e della logistica e, nelle Isole, della ristorazione e servizi turistici e culturali.

Tabella 11.5 – L'andamento dei ricavi di vendita

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Nord-Ovest	838.779.644	45,8%	861.300.594	45,0%	712.568.827	46,0%
Nord-Est	459.768.179	25,1%	458.266.093	23,9%	388.024.729	25,0%
Centro	362.937.232	19,8%	434.065.212	22,7%	311.470.244	20,1%
Sud	128.796.391	7,0%	121.561.641	6,3%	103.975.686	6,7%
Isole	41.545.948	2,3%	40.096.722	2,1%	33.032.033	2,1%
Totale	**1.831.827.394**	**100,0%**	**1.915.290.262**	**100,0%**	**1.549.071.518**	**100,0%**

Per snellire la Tabella 11.5, non sono stati riportati i dati riguardanti l'incidenza dei ricavi di vendita sul valore della produzione, in quanto si tratta di valori piuttosto stabili (nel tempo e nello spazio) che, oscillando tra il 95% e il 96%, testimoniano una certa efficacia nella commercializzazione della produzione.
Una situazione più eterogenea emerge dalla Tabella (11.6) dedicata alle mediane dei ricavi di vendita per macroarea. Quest'elaborazione pone in primo piano lo scarto tra i valori mediani di Nord-Ovest e Nord-Est e quelli delle macroaree del Mezzogiorno. In particolare, confrontando il valore mediano più alto con le mediane di Sud e Isole, lo scarto si attesta intorno a quasi il 58%, nel primo caso, e il 90%, nel secondo caso.

Tabella 11.6 – La mediana dei ricavi di vendita

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Nord-Ovest	18.471,2	18.108,1	15.872,7
Nord-Est	18.939,5	18.945,9	16.510,8
Centro	15.643,0	15.217,1	13.472,6
Sud	12.020,2	11.591,3	10.348,8
Isole	9.976,8	9.554,3	8.320,4
Totale	**16.926,0**	**16.583,0**	**14.559,9**

A questa situazione si è giunti con movimenti nelle macroaree abbastanza simili, attraverso una significativa crescita tra il 2021 e il 2022 (compresa tra il 12-15%) e una dinamica di consolidamento nell'anno successivo (Tabella 11.7), ad esclusione del Nord-Est, dove la mediana del 2023 è uguale al livello raggiunto nel 2022. Dall'evoluzione delle mediane si deduce che le imprese di minori dimensioni hanno visto crescere i propri ricavi. Tuttavia, resta ancora ampio il divario tra il peso esercitato dai ricavi di vendita delle imprese posizionate oltre il 50-esimo percentile e quello delle imprese che lo precedono. Nell'insieme, i dati dell'analisi confermano, come ribadito da recenti analisi (The European House - Ambrosetti, 2023; MIMIT, 2024), il tradizionale nanismo del tessuto produttivo nazionale.

Tabella 11.7 – Tassi di variazione dei ricavi di vendita

NUTS 1	**2023/2022**	**2022/2021**
Nord-Ovest		
totale	-2,6%	20,9%
mediana	2,0%	14,1%
Nord-Est		
totale	0,3%	18,1%
mediana	-0,0%	14,7%
Centro		
totale	-16,4%	39,4%
mediana	2,8%	12,9%
Sud		
totale	6,0%	16,9%
mediana	3,7%	12,0%
Isole		
totale	3,6%	21,4%
mediana	4,4%	14,8%
Italia		
totale	-4,4%	23,6%
mediana	2,1%	13,9%

11.2.2. I costi della produzione

Per ciò che concerne le componenti negative di reddito, nel 2023 il costo totale di produzione ha superato i 1.800 miliardi di euro (Tabella 11.8), ma risulta in riduzione rispetto all'anno precedente del -5,3% (Tabella 11.10).

Quest'esito è il frutto di andamenti simili, almeno in alcune macroaree, al comportamento dei ricavi di vendita. Infatti, confrontando le Tabelle 11.7 e 11.10, si notano variazioni dei ricavi di vendita e dei costi della produzione pressoché uguali nel Centro e nel Nord-Est. Nel Nord-Ovest, nelle Isole e nel Sud emergono, invece, scarti più consistenti tra le variabili prese in considerazione. Con riferimento al periodo 2022-2023, nel Nord-Ovest i costi della produzione si contraggono del -3,7% ed i ricavi di vendita scendono del -2,6%, quindi cresce il relativo margine. Nelle Isole, i costi della produzione aumentano di circa 2% ed i ricavi di vendita avanzano del 3,6%, con un effetto analogo al caso precedente. Parimenti, tra il 2022 e il 2023 nel Sud i costi della produzione sono cresciuti del 4,3% i ricavi di vendita sono aumentati del 6%.

Trattandosi di differenziali di crescita che stanno per lo più nell'ordine di alcuni punti percentuali, dal punto di vista strutturale il peso esercitato dai costi di produzione di ogni macroarea riflette grossomodo l'assetto dei ricavi di vendita; di conseguenza, i sistemi economici settentrionali valgono all'incirca il 70% dei costi totali di produzione. Comunque, se si considera che tra il 2022 e il 2023 i costi di produzione si sono contratti in misura superiore ai ricavi di vendita, si desume che alla fase espansiva 2021-2022 sia succeduta una fase di razionalizzazione di una serie di voci di costo, come ad esempio quelle riferibili alle forniture di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci (si veda il capitolo 5). A ben dire tenui segnali circa il controllo dei costi si possono intravedere già in precedenza, in quanto il peso dei costi di produzione sul valore della produzione del 2022 risulta in miglioramento rispetto al 2021 in diverse macroaree.

Tabella 11.8 – I costi della produzione

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Nord-Ovest	830.062.649	45,9%	862.183.682	45,1%	713.634.400	46,2%
Nord-Est	447.193.315	24,7%	451.778.980	23,7%	382.042.247	24,7%
Centro	364.737.744	20,2%	434.653.186	22,8%	310.151.640	20,1%
Sud	126.138.487	7,0%	120.968.987	6,3%	104.143.589	6,7%
Isole	40.882.306	2,3%	40.109.437	2,1%	33.712.527	2,2%
Totale	**1.809.014.501**	**100,0%**	**1.909.694.271**	**100,0%**	**1.543.684.403**	**100,0%**

Nel complesso, confrontando il rapporto tra costi della produzione e valore della produzione del 2023 rispetto a quello del 2021 (Tabella 11.9), si osserva che il recupero di efficienza più evidente è stato registrato nelle Isole, con un miglioramento di 3,5 punti percentuali (ben oltre il 96% il peso dei costi della produzione sul valore della produzione nel 2021 e intorno al 93% l'incidenza in oggetto nel 2023). Nel Sud il ridimensionamento del peso dei costi della produzione sul valore della produzione ha superato di poco il punto percentuale (da meno del 95% nel 2021 a meno del 94% nel 2023); mentre nel Nord-Ovest e nel Nord-Est lo scarto è sceso appena sotto il punto percentuale. Nel Nord-Ovest si è passati da un'incidenza dei costi della produzione sul valore della produzione inferiore al 96% ad una al di sotto del 95%; nel Nord-Est il peso dei costi della produzione è variato da meno del 95% nel 2021 a meno del 94% nel 2023. Nel Centro, infine, il recupero di efficienza è stato ancor più contenuto, dato che la differenza si colloca sotto il mezzo punto percentuale, a fronte di un peso dei costi della produzione sul valore della produzione che nel 2021 e nel 2023 si è attestata su valori superiori al 95%.

Per quanto riguarda i valori mediani dei costi della produzione, il livello più alto del 2023 si registra nel Nord-Est, intorno a 18 milioni di euro. In posizione quasi appaiata si colloca il Nord-Ovest, con una mediana di poco inferiore al valore precedente. Si aggira sui 15 milioni di euro il Centro e, più in basso, si collocano il Sud, con una mediana inferiore a 12 milioni di euro, e le Isole, con un valor mediano inferiore a 10 milioni di euro. Anche in questo caso la dinamica evolutiva che ha condotto a questi livelli è caratterizzata da una fase 2021-2022 espansiva che, secondo un tasso fra l'11 e il 14% (Tabella 11.10), ha interessato l'intero Paese e

successivi movimenti di stabilizzazione nell'area centro-settentrionale e di rafforzamento nel Mezzogiorno, dove si registra una crescita dei valori mediani di poco inferiore al 3%.

Tabella 11.9 – Incidenza dei costi della produzione sul valore della produzione e mediana dei costi della produzione

euro/000	2023	2022	2021
Nord-Ovest			
% Valore prod.	94,9%	95,5%	95,8%
mediana	17.774,6	17.765,4	15.584,1
Nord-Est			
% Valore prod.	93,9%	94,3%	94,7%
mediana	18.188,9	18.343,8	16.016,6
Centro			
% Valore prod.	95,4%	96,2%	95,8%
mediana	15.195,3	14.975,4	13.081,9
Sud			
% Valore prod.	93,7%	94,6%	94,7%
mediana	11.851,2	11.536,5	10.345,0
Isole			
% Valore prod.	93,1%	94,9%	96,6%
mediana	9.802,7	9.536,9	8.448,1
Italia			
% Valore prod.	94,6%	95,3%	95,4%
mediana	16.357,5	16.296,4	14.278,4

Tabella 11.10 – Tassi di variazione dei costi della produzione

NUTS 1	2023/2022	2022/2021
Nord-Ovest		
totale	-3,7%	20,8%
mediana	0,1%	14,0%
Nord-Est		
totale	-1,0%	18,3%
mediana	-0,8%	14,5%
Centro		
totale	-16,1%	40,1%
mediana	1,5%	14,5%
Sud		
totale	4,3%	16,2%
mediana	2,7%	11,5%
Isole		
totale	1,9%	19,0%
mediana	2,8%	12,9%
Italia		
totale	-5,3%	23,7%
mediana	0,4%	14,1%

11.3. I risultati economici: dinamiche territoriali a confronto

11.3.1. L'EBITDA

Per valutare le performance economiche delle imprese si può ricorrere a numerosi indicatori/descrittori (e relative rielaborazioni). Per ragioni di sintesi, questa parte del capitolo si concentra solo alcune variabili, vale a dire: l'EBITDA[63], il risultato di esercizio e il ROE.
Dalla Tabella 11.11 si apprende che il livello complessivamente raggiunto dall'EBITDA nel 2023 sia stato abbondantemente superiore ai 165 miliardi di euro, grazie ad una crescita rispetto al 2022 di poco inferiore all'8%, a sua volta preceduta da un aumento, tra il 2021 e 2022, superiore al 18% (Tabella 11.13).
Diversi fattori hanno contribuito a queste modificazioni, come ad esempio l'aumento del numero di imprese che ha fatto registrare un saldo positivo, come pure l'aumento nei livelli di EBITDA conseguiti dalle imprese. In particolare, tra 2021 e 2023 le imprese con un EBITDA positivo (Tabella 11.11) sono passate da un peso inferiore al 92% del campione, ad un valore superiore a questa soglia, e in quest'aggiustamento il Sud e il Nord-Est hanno toccato i valori più importanti, con quasi il 94% delle imprese nel Sud e il 93% nel Nord-Est. Parimenti, i livelli di EBITDA raggiunti tra il 2022 e il 2023 dalle imprese del campione sono cresciuti in quasi il 60% dei casi e, come si può desumere dalla Figura 11.1 (sviluppata considerando 36.967 imprese), un ruolo importante in questi incrementi è stato giocato dai miglioramenti registrati in termini di efficienza operativa. Infatti, se si analizza il rapporto EBITDA su ricavi di vendita, emerge che a livello complessivo si è passati da un valore di 0,08 euro del 2022 a 0,09 euro nel 2023. Da questo punto di vista (Figura 11.1), i livelli di efficienza operativa più elevati sono attribuibili, con riferimento 2023, alle macroaree Isole e Nord-Est, con oltre 0,11 e quasi 0,1 euro di EBITDA per ogni euro di ricavo, mentre i recuperi più interessanti sono riferibili al Centro e alle Isole, ambiti in cui tra il 2022 e il 2023 la misura in esame è aumentata rispettivamente di quasi il 24% e il 22%.
Sotto il profilo strutturale, l'EBITDA del Nord-Ovest primeggia con un'incidenza (di circa il 45%) analoga a quella indicata nell'analisi dei ricavi di vendita, mentre il Nord-Est si attesta su una quota del 27%, cosicché l'Italia settentrionale vale più del 72% dell'EBITDA nazionale (in termini di ricavi, invece, l'incidenza di quest'area è restata, nel triennio, sotto il 71%, si veda Tabella 11.5). Per quanto concerne le restanti macroaree, il Centro garantisce il 17-18% dell'EBITDA complessivo; mentre il peso del Sud e delle Isole si colloca intorno al 7%, nel primo caso, e al 2-3%, nel secondo.

Tabella 11.11 – L'EBITDA

euro/000	2023			2022			2021		
	Valore	%	% imprese EBITDA >0	Valore	%	% imprese EBITDA >0	Valore	%	% imprese EBITDA >0
Nord-Ovest	74.621.567	45,1%	91,4%	69.023.405	44,9%	91,4%	58.922.241	45,4%	91,0%
Nord-Est	44.783.467	27,1%	93,0%	42.496.861	27,6%	93,2%	35.347.048	27,2%	92,8%
Centro	28.965.121	17,5%	91,6%	27.900.049	18,1%	91,7%	23.577.497	18,2%	91,0%
Sud	12.448.277	7,5%	93,9%	10.582.349	6,9%	93,4%	9.310.224	7,2%	93,3%
Isole	4.709.212	2,8%	91,3%	3.726.070	2,4%	90,8%	2.725.022	2,1%	91,4%
Totale	**165.527.643**	**100%**	**92,2%**	**153.728.734**	**100%**	**92,1%**	**129.882.033**	**100%**	**91,8%**

Inoltre, dal punto di vista strutturale, va notato come nel Nord-Ovest e nel Nord-Est le altre attività manifatturiere, il commercio e la meccanica siano in grado di esprimere un peso di circa il 60% dell'EBITDA di macroarea del 2023. Nel Centro questo tipo di attività risultano ugualmente importanti, andando nel medesimo anno ben oltre il 40% dell'EBITDA di macroarea. Nel Sud, in aggiunta al commercio e alla meccanica, si posiziona tra i raggruppamenti settoriali più rilevanti l'agroalimentare. Nell'insieme questi raggruppamenti settoriali valgono quasi il 50% dell'EBITDA dell'area di riferimento. Anche nelle Isole trova conferma l'importanza del commercio e delle altre attività manifatturiere, ma il raggruppamento che

[63] L'EBITDA oltre ad offrire una visuale sull'efficienza operativa e sulla capacità potenziale delle imprese di generare risorse finanziarie, in questa sede è utile perché consente il confronto tra le diverse imprese o relative aggregazioni.

primeggia è quello dei trasporti e della logistica e nel complesso questi aggregati sfiorano il 65% dell'EBITDA totale di macroarea.
Da questi dati di sintesi, emerge un certo grado di polarizzazione settoriale del sistema produttivo in esame e ciò appare significativo ai fini della definizione di future policy.
Le dinamiche sopra commentate trovano alcuni elementi di comunanza negli andamenti dei valori mediani (Tabella 11.13). In questo caso, però, le accelerazioni a livello di macroarea si sono manifestate in modo differente, con il Mezzogiorno caratterizzato da una significativa spinta tra il 2022 e il 2023, in ritardo quindi rispetto alle altre macroaree, le cui mediane dell'EBITDA sono cresciute maggiormente tra il 2021 e il 2022.
Dalla Tabella 11.12 si desume che i valori mediani di Nord-Est e Nord-Ovest si collocano su valori simili (nel 2023 tra 1.650 e 1.550 migliaia di euro). Significativamente inferiore a queste soglie è la mediana del Centro la quale, pur mantenendo un ritmo di crescita relativamente costante nel triennio, non ha oltrepassato i 1.200 migliaia di euro. Su livelli ancor più bassi si posizionano i valori mediani dell'EBITDA del Sud e delle Isole. Nel primo caso la misura in oggetto è andata poco oltre gli 850 migliaia di euro, nel secondo ha appena superato i 650 migliaia di euro. Tuttavia, stando a quanto riportato in Tabella 11.13, in chiave prospettica si ravvisano segnali positivi, dato che tra il 2022 e il 2023 la mediana del Sud è cresciuta del 17% e quella delle Isole di oltre il 25%; risultanze queste segnaletiche di un processo di rafforzamento che nel breve periodo potrebbe avanzare ulteriormente.

Tabella 11.12 – La mediana dell'EBITDA

euro/000	**2023**	**2022**	**2021**
Nord-Ovest	1.562,0	1.439,7	1.267,9
Nord-Est	1.657,1	1.555,3	1.340,8
Centro	1.177,2	1.039,0	888,0
Sud	855,4	731,1	654,4
Isole	651,5	518,7	504,2
Totale	**1.372,2**	**1.233,6**	**1.079,9**

Tabella 11.13 – Tassi di variazione dell'EBITDA

NUTS 1	**2023/2022**	**2022/2021**
Nord-Ovest		
totale	8,1%	17,1%
mediana	8,5%	13,5%
Nord-Est		
totale	5,4%	20,2%
mediana	6,5%	16,0%
Centro		
totale	3,8%	18,3%
mediana	13,3%	17,0%
Sud		
totale	17,6%	13,7%
mediana	17,0%	11,7%
Isole		
totale	26,4%	36,7%
mediana	25,6%	2,9%
Italia		
totale	7,7%	18,4%
mediana	11,2%	14,2%

11.3.2. Il risultato di esercizio

Il campione in esame ha prodotto utili per quasi 84 miliardi di euro nel 2023 (Tabella 11.14), in significativa crescita rispetto al 2022 di quasi +14%, dando seguito all'aumento, cospicuo, del 24% tra il 2021 e il 2022.
La configurazione strutturale degli utili per macroarea ricalca quella dell'EBITDA, con la precisazione che nel triennio il Nord-Ovest e il Nord-Est perdono, rispetto all'assetto in Tabella 11.11, un paio di punti percentuali, che sono stati guadagnati dalle imprese localizzate nel Centro. Infatti, al termine del 2023 questa macroarea ha superato il peso del 19% sui profitti nazionali, grazie a variazioni di +21% tra 2021 e 2022 e +26% tra 2022 e 2023 (Tabella 11.16). Poco sopra il 7% e il 3% si collocano le incidenze attribuibili rispettivamente al Sud e alle Isole.
Guardando ai raggruppamenti settoriali che nelle diverse macroaree contribuiscono maggiormente alla produzione di profitti, risulta che nel Nord-Ovest e nel Nord-Est la meccanica, il commercio le altre attività manifatturiere siano settori redditualmente molto forti, giacché nell'insieme esprimono poco meno del 65% dei profitti dell'Italia settentrionale del 2023. Nel Centro emerge la performance dei servizi professionali e ICT i quali, unitamente al commercio e alle altre attività manifatturiere, esprimono quasi il 55% degli utili di macroarea. Il commercio, le costruzioni e l'agroalimentare rappresentano le principali fonti di utili nel Sud, dove valgono quasi il 54% del totale dei risultati di esercizio. Infine, i trasporti e la logistica, il commercio e le costruzioni vanno oltre i quattro quinti degli utili conseguiti nel 2023 dalle imprese insulari.

Tabella 11.14 – Il risultato di esercizio

euro/000	2023			2022			2021		
	Valore	%	% imprese Ris. Es. >0	Valore	%	% imprese Ris. Es. >0	Valore	%	% imprese Ris. Es. >0
Nord-Ovest	36.105.175	43,0%	86,2%	30.783.439	41,7%	86,1%	24.969.923	42,1%	86,1%
Nord-Est	22.789.988	27,1%	87,3%	23.192.285	31,4%	87,8%	17.784.501	30,0%	88,2%
Centro	16.169.576	19,3%	86,8%	12.828.575	17,4%	86,5%	10.604.915	17,9%	85,9%
Sud	6.029.453	7,2%	90,3%	5.017.693	6,8%	89,3%	4.846.014	8,2%	89,4%
Isole	2.880.324	3,4%	85,5%	1.938.474	2,6%	84,2%	1.077.615	1,8%	86,2%
Totale	**83.974.516**	**100**	**87,1%**	**73.760.466**	**100**	**87,0%**	**59.282.969**	**100**	**87,1%**

Gli assetti appena descritti rappresentano l'esito di modificazioni che non derivano dalla crescita del numero di imprese che hanno fatto registrare un utile, giacché tra il 2021 e il 2023 il relativo ammontare è rimasto più o meno stabile (si veda Cap. 2). In effetti, le imprese che nelle diverse macroaree sono tornate a registrare utili nel 2023 stanno in una forbice tra il 6,5% (Nord-Est e Sud) e l'8% (Centro) e quelle contrassegnate da un "percorso" reddituale inverso (da utile a perdita) più o meno le controbilanciano, pur con specifiche manifestazioni nelle diverse macroaree. Pertanto, considerato che tra il 2021 e il 2023 il totale dei profitti è incrementato significativamente, è plausibile che il livello degli utili sia cresciuto per un certo numero di imprese. Ciò trova conferma negli andamenti delle mediane, che tra il 2021 e il 2023 sono in aumento in tutte le macroaree (Tabella 11.15).
In alcuni casi l'incremento è concentrato nella prima parte del triennio in esame, come nelle macroaree del Nord-Est e del Centro, dove le rispettive variazioni si sono aggirate intorno al +20%, frenando bruscamente in seguito. Più omogeneo, invece, appare il percorso del Nord-Ovest e del Sud; ambiti in cui è stata registrata un'interessante crescita tra il 2021 e il 2022 dei valori mediani (rispettivamente pari a +18% e 13%) e un consolidamento nel periodo successivo, grazie ad un incremento di circa il 4,5%.
In progressione, infine, risulta la dinamica della mediana della macroarea Isole, dato che inizialmente (2021-2022) l'aumento del valore mediano si è assestato sul 5% e successivamente è cresciuto in modo consistente, seguendo un tasso superiore al 17%.

Tabella 11.15 – La mediana del risultato di esercizio

euro/000	2023	2022	2021
Nord-Ovest	633,6	605,1	512,7
Nord-Est	651,4	653,9	546,5
Centro	392,3	386,5	322,2
Sud	244,3	233,9	206,2
Isole	151,6	129,1	123,3
Totale	**497,9**	**485,1**	**409,5**

Tabella 11.16 – Tassi di variazione del risultato di esercizio

NUTS 1	2023/2022	2022/2021
Nord-Ovest		
totale	17,3%	23,3%
mediana	4,7%	18,0%
Nord-Est		
totale	-1,7%	30,4%
mediana	-0,4%	19,6%
Centro		
totale	26,0%	21,0%
mediana	1,5%	20,0%
Sud		
totale	20,2%	3,5%
mediana	4,4%	13,4%
Isole		
totale	48,6%	79,9%
mediana	17,4%	4,8%
Italia		
totale	13,8%	24,4%
mediana	2,6%	18,5%

11.3.3. Il ROE

Il *return on equity* (ROE[64]) è stato esaminato per le informazioni che si possono desumere circa la redditività del capitale proprio. In particolare, questa misura fornisce indicazioni, di carattere generale, sull'economicità complessiva delle imprese e sulla capacità di autofinanziarsi (quindi di alimentare lo sviluppo) tramite la

[64] Per determinare il ROE è stata adottata la tradizionale formula, basata sul rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto (valore al 31/12), e con riferimento all'attività di elaborazione si specifica che:

- assumendo l'analisi una prospettiva territoriale, il calcolo del ROE a livello di aggregati (es. macroarea) è stato svolto rapportando la sommatoria dei risultati di esercizio alla sommatoria dei patrimoni netti delle imprese di volta in volta considerate, cosicché l'indice può considerarsi una misura ponderata;
- per l'indicazione dei valori mediani, si è proceduto alla determinazione del ROE per ogni impresa e su queste distribuzioni sono state individuate le mediane;
- visto che nel campione ci sono imprese con un patrimonio netto minore di zero (derivante da esiti gestionali negativi che hanno aggredito la dotazione dei proprietari) e che in queste circostanze l'indice in oggetto è poco significativo, si è optato per l'esclusione di questi casi dal dominio dell'indice. In pratica, l'attenzione è stata focalizzata sulle imprese che nel triennio hanno mantenuto un patrimonio netto positivo e, sebbene ciò abbia ridimensionato il numero delle imprese analizzate, la riduzione non appare particolarmente penalizzante sotto il profilo della rappresentatività dei risultati, giacché il peso delle imprese scartate si aggira intorno al 2,5% del campione.

ritenzione degli utili e, di specifico interesse, per i "fornitori", attuali e potenziali, di capitale col vincolo del pieno rischio, poiché supporta il confronto fra impieghi alternativi (Marchi *et al.*, 1995)[65].
La redditività nazionale è aumentata nel corso del triennio, passando da 8,3% del 2021 a circa il 10% nel 2023 (Tabella 11.17). Ciò depone in favore delle strategie e delle scelte attuate dalle imprese in esame, che hanno garantito un rendimento dei mezzi propri più che soddisfacente.

Tabella 11.17 – Il ROE

NUTS 1	**2023**	**2022**	**2021**
Nord-Ovest	9,1%	8,4%	7,3%
Nord-Est	9,9%	10,9%	9,3%
Centro	11,5%	10,1%	8,8%
Sud	11,7%	11,3%	11,2%
Isole	13,9%	10,6%	6,2%
Totale	10,0%	9,6%	8,3%
N. imprese incluse nell'analisi	*36.873*	*36.873*	*36.873*

A livello di macroarea, le Isole rappresentano l'ambito territoriale che si contraddistingue per i livelli di ROE raggiunti, dato che nel 2023 quest'indicatore ha sfiorato il 14%. A questa performance si è giunti attraverso accelerazioni importanti che hanno fatto incrementare il ROE, tra il 2021 e il 2022, del 70% e, tra il 2022 e il 2023, di oltre il 30% (Tabella 11.19). Pur in presenza di questi "strappi", la mediana del ROE è rimasta costante nel triennio, oscillando in una forbice tra l'8,5% e l'8,8% (Tabella 11.18).
Determinati raggruppamenti economici hanno fornito un significativo apporto a queste performance, come nel caso dei trasporti e della logistica, che hanno fatto segnare un ROE di oltre il 22% nel 2023, e della meccanica, che presenta un ROE superiore al 16% per il medesimo anno.
Dal punto di vista della forma societaria: nel 2023 le Spa hanno fatto registrare un ROE del 16%; mentre le Srl hanno sfiorato il 10%.
Una decisa spinta alla redditività del capitale proprio è stata data dalle imprese longeve, passate tra il 2021 e il 2023, da un ROE di circa il 4,5% ad uno superiore al 20%. In questo senso, occorre anche segnalare i risultati maturati dalle imprese in fase di sviluppo, andate anch'esse oltre un ROE del 20% nel 2023, lasciando intravedere un potenziale in termini di ricchezza futura.
Con un ROE nel 2023 ampiamente superiore all'11%, il Sud e il Centro si collocano subito dopo la macroarea Isole.
Nel corso del triennio il Centro ha migliorato, grazie a variazioni annue di circa +14% (Tabella 11.19), il livello di redditività del patrimonio netto, che è passato da un valore inferiore al 9% del 2021 ad uno superiore all'11% nel 2023. Il valore mediano del ROE ha seguito un andamento di crescita e successivo decremento (Tabella 11.18) e ciò ha condotto quest'indice a scendere sotto il livello del 9,5% nel 2023.
Le attività riferibili al raggruppamento economico dei servizi professionali e ICT sono rilevanti per la performance di questa macroarea giacché, oltre ad esprimere un certo peso sulla relativa economia (Tabella 11.4), per il 2023 presentano un ROE superiore al 23%, in netta crescita rispetto ai livelli degli anni precedenti. In questo senso, va segnalata anche la performance delle imprese del commercio, che nel triennio hanno saputo mantenere una redditività del capitale proprio nell'ordine del 14-15%.
Le Srl hanno fatto registrare livelli di ROE decisamente superiori a quelli delle Spa, ma ciò ha caratterizzato solo l'esercizio 2023 (15% le Srl, sotto il 9,5% le Spa). In passato, la distanza era assai ridotta e abbracciava meno di un punto percentuale.
Con riferimento alle diverse fasi del ciclo vitale, nel Centro le imprese mature rappresentano il segmento che ha alimentato maggiormente il ROE di macroarea, grazie a tassi di oltre il 12% nel 2023, in crescita rispetto ad un ROE del 2021 inferiore al 9%. Il Sud mostra una certa costanza di risultato, visto che il relativo ROE si è

[65] A fronte di questo potere informativo, va rilevato che i relativi esiti possono essere influenzati dai diversi limiti previsti dalla normativa italiana sul capitale sociale minimo di Srl e Spa. Per questa ragione l'analisi si è brevemente soffermata sulla distinzione fra queste forme giuridiche.

attestato sempre nell'ordine dell'11%. Di conseguenza, sotto il profilo evolutivo questo tipo di redditività non è stata interessata da significativi movimenti, eccezion fatta per il valore mediano, che tra il 2022 e il 2023 si è contratto di circa il 10% (Tabella 11.19).
A sostenere la redditività di macroarea hanno contribuito le imprese del raggruppamento economico dei servizi formativi e per la persona le quali, sebbene incidano relativamente sul totale delle realtà del Sud, nel 2023 hanno fatto registrare un ROE superiore al 38%, raggiungendo quindi livelli gratificanti per gli investitori. Anche il commercio, l'agroalimentare, la meccanica e le costruzioni hanno interpretato un ruolo non secondario, considerato che hanno conseguito un ROE tra il 12-13%.
Nel 2023 le Spa hanno superato abbondantemente un ROE del 10%, ma performance superiori sono attribuibili alle Srl, che si sono posizionate poco sotto il 13%.
Le imprese mature rappresentano larga parte del sistema economico della macroarea e, a fronte di un ROE di quasi il 12% nel 2023, si può dire che abbiano svolto un ruolo decisivo ai fini della redditività complessiva. Degni di nota sono infine i rendimenti registrati nel 2023 dalle imprese giovani, oltre il 24%, e da quelle in fase di sviluppo, oltre il 17%. Anche in questo caso si tratta di segnali confortanti circa il futuro dell'economia della macroarea.
Su livelli più contenuti si posiziona la redditività delle aree settentrionali del Paese.
Nel 2023 il Nord-Est ha conseguito un ROE di poco inferiore al 10%, provenendo da una fase espansiva del 17% tra il 2021 e il 2022 (Tabella 11.19), e successivamente recessiva, caratterizzata da un decremento del ROE di oltre il 9%. I valori mediani del 2021 e del 2023 sono pressoché uguali (Tabella 11.18) e ciò potrebbe esser segnaletico di una certa stazionarietà.
I raggruppamenti settoriali che hanno supportato il ROE del 2023 sono la meccanica, che ha garantito un rendimento del 12%, le altre attività manifatturiere, che hanno fatto registrare un tasso dell'11%, e il commercio, che è contrassegnato da una redditività superiore al 10%.
Per ciò che concerne la forma giuridica, nel 2023 le Srl hanno quasi raggiunto un ROE del 11%, mentre le Spa si sono attestate sotto il 9,5%. Infine, le imprese longeve e quelle mature hanno sostenuto la grandezza in esame, grazie ad un ROE nell'ordine del 10-11% nel periodo 2022-2023. In questa macroarea le performance delle imprese giovani e in fase di sviluppo sono simili, in particolare negli ultimi anni. Nel 2022 ambo i segmenti hanno oltrepassato un ROE dell'8%, scendendo però a poco più del 6% nel 2023.
Nel Nord-Ovest è stato registrato il ROE più contenuto, dato che si colloca poco sopra il 9%. Questo livello di performance è stato raggiunto seguendo una dinamica di crescita, di quasi il 15%, tra il 2021 e il 2022, e di meno del 9%, tra il 2022 e il 2023 (Tabella 11.19). Anche in questo caso le variazioni nei valori mediani, espansive prima e recessive successivamente, si sono compensate, tanto che il ROE mediano del 2023, pari a poco meno del 10%, è uguale a quello del 2021 (Tabella 11.18).
Le attività commerciali hanno contribuito a difendere la redditività di macroarea, grazie ad un ROE di quasi il 13% nel 2023. Un analogo ruolo è stato interpretato dalla meccanica, che nel 2023 ha fatto segnare un ROE di poco inferiore al 12%.
Sotto il profilo della tipologia di impresa, al progressivo miglioramento del ROE di macroarea hanno contribuito più decisamente le Srl, che hanno conseguito costantemente un ROE sopra il 10%; mentre le Spa si sono attestate su valori inferiori a quelli di macroarea, passando da un ROE inferiore al 6% nel 2021, ad uno dell'8,5% nel 2023.
Le imprese longeve, infine, hanno supportato la crescita del ROE, grazie ad una redditività nel triennio del 10-11%. Quest'apporto è stato in parte ridimensionato dalle imprese mature, che nel triennio hanno fatto registrare un ROE costantemente inferiore a quello di macroarea. Anche le imprese più giovani (costituite da meno di 10 anni) si sono posizionate su valori di ROE inferiori a quelli di macroarea e solo nel 2022 le imprese in fase di sviluppo hanno superato questa soglia grazie ad un ROE superiore al 9%.

Tabella 11.18 – La mediana del ROE

NUTS 1	2023	2022	2021
Nord-Ovest	9,8%	10,3%	9,8%
Nord-Est	9,9%	10,7%	10,0%
Centro	9,4%	10,5%	9,9%
Sud	9,5%	10,3%	10,5%
Isole	8,5%	8,8%	8,7%
Totale	9,7%	10,4%	9,9%
N. imprese incluse nell'analisi	*36.873*	*36.873*	*36.873*

Tabella 11.19 – Tassi di variazione del ROE

NUTS 1	2023/2022	2022/2021
Nord-Ovest		
totale	8,7%	14,8%
mediana	-4,9%	5,1%
Nord-Est		
totale	-9,2%	17,4%
mediana	-7,9%	7,8%
Centro		
totale	14,3%	14,0%
mediana	-10,3%	6,2%
Sud		
totale	3,1%	0,5%
mediana	-8,2%	-1,6%
Isole		
totale	30,6%	70,3%
mediana	-3,4%	0,6%
Italia		
totale	4,5%	15,5%
mediana	-6,9%	4,9%
N. imprese incluse nell'analisi	*36.873*	*36.873*

11.3.4. Uno sguardo d'insieme

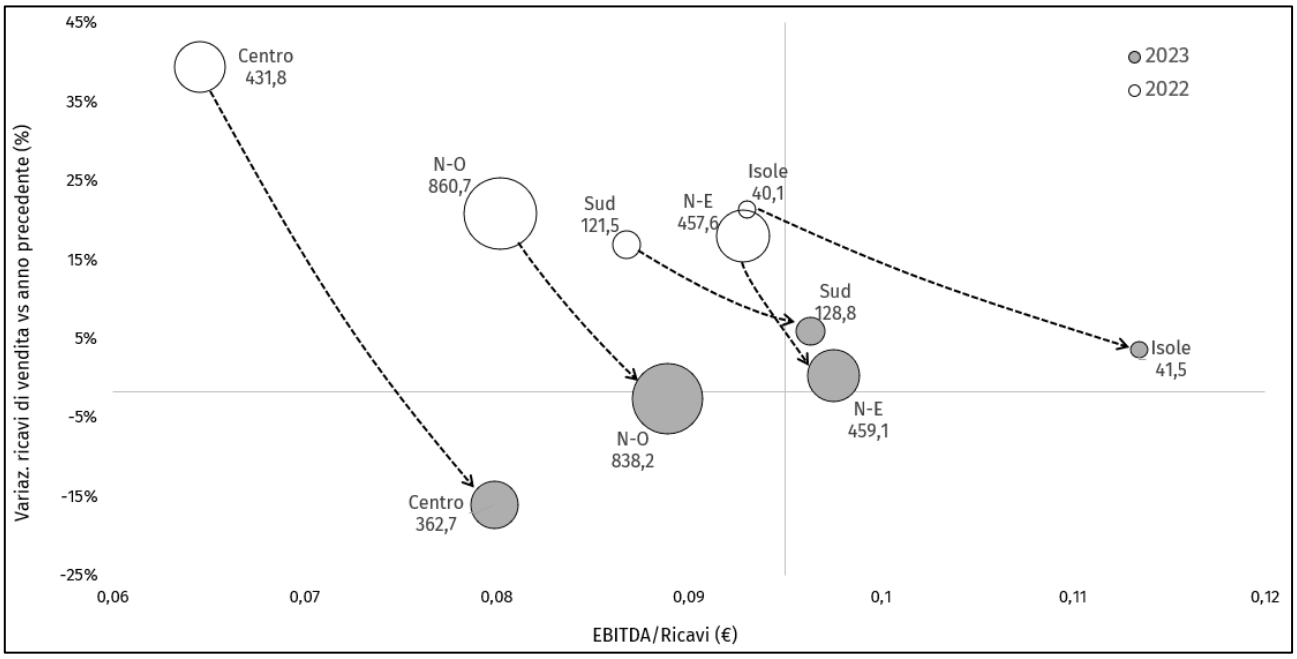
Per fornire alcune visuali a supporto dell'individuazione delle aree maggiormente performanti, sono state preparate due elaborazioni di tipo *bubble chart* che, prendendo in considerazione gli anni 2022 e 2023, consentono di "mappare" i recenti comportamenti delle diverse macroaree.
La prima Figura (11.1) è stata costruita associando a:

- l'asse X, il rapporto EBITDA su ricavi di vendita (in €);
- l'asse Y, la variazione percentuale dei ricavi di vendita rispetto all'anno precedente, cosicché per la serie riguardante il 2022, l'anno 2021 corrisponde al secondo termine di paragone;
- la dimensione della bolla, i ricavi di vendita (in miliardi di €).

In particolare, le specificità delle grandezze selezionate hanno richiesto un'attività di *filtering*, finalizzata ad escludere le imprese con ricavi di vendita pari a zero. Considerato che le imprese scartate ammontano a poco più del 2% del campione, coerentemente alle valutazioni precedenti si ritiene che l'operazione svolta non penalizzi oltremodo la rappresentatività dell'elaborazione.
Sotto il profilo dell'interpretazione economica, dalla Figura 11.1 si evince chiaramente una tendenza comune di avanzamento nei livelli di efficienza operativa. Infatti, i valori del rapporto tra EBITDA e i ricavi di vendita

nel periodo 2022-2023 sono in diffuso miglioramento. Nell'ambito di questa dinamica, la macroarea delle Isole è quella caratterizzata da una variazione più accentuata, che la pone al primo posto con oltre 0,11€ di EBITDA per ogni euro di ricavo di vendita. Il Nord-Est si colloca subito dopo, con poco meno di 0,1€ per ogni euro di ricavo di vendita, ed è seguito dal Sud che raggiunge livelli simili.
Questi risultati vanno però letti in considerazione dell'incidenza a livello nazionale di questi miglioramenti. Infatti, se la macroarea delle Isole è indubbiamente da inserire tra le *performing area*, allo stesso tempo non si può negare il suo peso relativo a livello nazionale, come accade per il Sud. Infatti, la "cassa di risonanza" del rapporto in oggetto è rappresentata dai ricavi di vendita; di conseguenza, considerando il peso espresso a livello nazionale e la dinamica evolutiva dei ricavi di vendita nel triennio, il Nord-Est ha svolto una funzione trainante.
Sulla scorta di questa prospettiva di analisi, occorre soffermarsi anche sul Nord-Ovest, il cui protagonismo trova un freno nella contrazione dei ricavi di vendita tra il 2022 e 2023 e nel livello raggiunto nel rapporto tra l'EBITDA e i ricavi di vendita (inferiore rispetto a diverse macroaree).
In questo senso, malgrado i ricavi di vendita del 2022 fossero analoghi a quelli del Nord-Est, la recente performance del Centro risulta contrassegnata da segni di incertezza, come traspare dalla contrazione del volume dei ricavi di vendita e dal livello contenuto nei valori del rapporto tra quest'ultima voce e l'EBITDA.
Per fornire un quadro più completo, è bene guardare come questi andamenti si siano trasferiti sull'economicità complessiva.
Le Isole si confermano come una macroarea caratterizzata da una certa attrattività e sembra in grado di offrire prospettive interessanti, in considerazione della dinamica evolutiva molto positiva del ROE e del livello di quasi il 14% raggiunto da questo indicatore nel 2023 (Tabella 11.19), delle performance delle imprese in fase di sviluppo e delle Spa, vale a dire da imprese che, almeno sulla carta, dovrebbero essere più strutturate.
Il Nord-Est sembra non mantenere le aspettative derivanti dall'area operativa, dato che tra il 2022 e il 2023 gli utili sono in contrazione del -1,7% (Tabella 11.16), come pure il ROE, che nel biennio perde circa un punto percentuale (Tabella 11.17). Da questo punto di vista, il Sud risulta più promettente, poiché maggiormente capace di trasferire l'efficienza operativa sulla redditività del capitale proprio; salita nel 2023 al 12%, grazie ad un miglioramento degli utili del 20% tra il 2022 e il 2023 (Tabella 11.16). Anche il Centro nel 2023 si posiziona su livelli di ROE apprezzabili, pari a circa il 12%. A questi esiti si giunge attraverso dinamiche di segno contrario, da un lato, si registra una riduzione di circa il 16% dei ricavi di vendita tra il 2022 e il 2023 (Figura 11.1), dall'altro, migliora il rapporto EBITDA su ricavi di vendita, che però resta il più basso tra i sistemi territoriali osservati e ciò pone all'attenzione le possibilità di ulteriori recuperi di efficienza. Come già indicato in Tabella 11.5, il Nord-Ovest è la macroarea che fornisce il maggior apporto in termini di ricavi di vendita; tuttavia, nel 2023 i ricavi sono in contrazione e nello stesso anno il rapporto tra EBITDA e ricavi di vendita non è andato oltre lo 0,09€.

Figura 11.1 – La performance in base ai ricavi di vendita e all'EBITDA



Note: Il numero di imprese incluse nell'analisi è pari a 36.967. L'intersezione degli assi è stata fissata in base alla media aritmetica tra le cinque macroaree dell'indice EBITDA/ricavi di vendita per il 2023, pari a 0,095€, e della variazione percentuale 2022-2023 dei ricavi di vendita, pari a -1,7%.

A complemento delle precedenti considerazioni, si propone una rappresentazione in grado di fornire qualche elemento riguardante la struttura finanziaria e la solidità patrimoniale. A questi fini è stata sviluppata la Figura (11.2), che inserisce su:

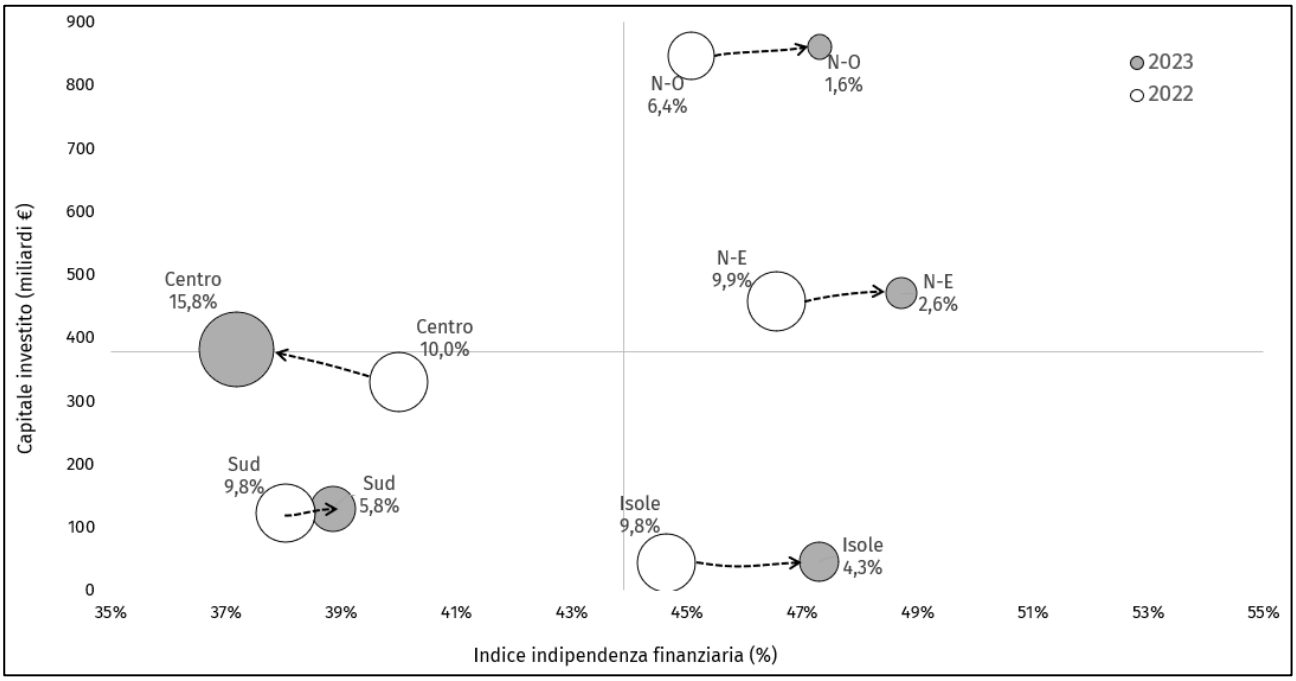
- l'asse X, l'indice di indipendenza finanziaria (%);
- l'asse Y, il capitale investito (in miliardi di €);
- la dimensione della bolla, la variazione percentuale del capitale investito rispetto all'anno precedente.

Anche in questo caso sono state necessarie delle azioni di filtraggio, riguardanti il patrimonio netto, per le quali sono state prese in considerazione soltanto le imprese che nel 2022 e nel 2023 possedevano un patrimonio netto positivo. A fronte di ciò, la Figura 11.2 esclude circa il 2% delle imprese del campione, una perdita di casi che, come valutato in precedenza, non pregiudica la rappresentatività dei risultati.

Data l'assenza di variazioni di segno negativo (Cap. 2), si può dire che nel triennio il capitale investito sia cresciuto diffusamente, con un rafforzamento degli investimenti che, ad esclusione del Centro, è stato più intenso nella prima parte del triennio in esame. All'irrobustimento del capitale investito hanno contribuito significativamente il Centro, macroarea in cui questa grandezza è aumentata (confrontando il 2023 al 2021) di oltre il 27%, e il Sud, dove la crescita è andata oltre il 16%. Il Nord-Ovest resta la macroarea più "pesante" sotto il profilo del capitale investito, ma nel triennio la spinta alla crescita è risultata di rango inferiore ai casi precedenti, dato che il confronto tra il 2021 e il 2023 rivela un incremento intorno all'8%, e ciò, come ravvisa anche la Banca d'Italia (2024), è in parte riconducibile ad un rallentamento negli investimenti. Infine, le Isole e il Nord-Est hanno fatto segnare una variazione fra il 2021 e il 2023 di livello intermedio, più del 14% nel primo caso e pari a quasi il 13% nel secondo caso.

Sebbene le dinamiche descritte indichino una diffusa crescita del capitale investito, sotto il profilo strutturale lo scarto tra i livelli di capitale investito nelle imprese del Nord-Ovest e in quelle del Mezzogiorno resta ragguardevole, a testimonianza di differenze dimensionali ancora evidenti tra le imprese di queste macroaree. Basti pensare che il capitale investito in media nelle imprese del Nord-Ovest è circa il doppio di quello delle imprese del Sud e delle Isole.

Figura 11.2 – La performance in base al capitale investito e all'indice di indipendenza finanziaria



Note: Il numero di imprese incluse nell'analisi è pari a 37.066. L'intersezione degli assi è stata fissata in base alla media aritmetica tra le cinque macroaree dell'indice di indipendenza finanziaria per il 2023, pari a quasi il 44%, e del capitale investito nel 2023, pari a quasi 378 miliardi di euro.

Le specificità appena descritte hanno prodotto effetti diversi sull'indice di indipendenza finanziaria. Ad esclusione del Centro, la misura in oggetto è migliorata fra il 2022 e il 2023. Ciò implica che la variazione del patrimonio netto è stata superiore a quella del totale del passivo. I movimenti più significativi sono stati registrati nella macroarea Isole e nell'Italia settentrionale, ambiti in cui l'indice di indipendenza finanziaria è migliorato, fra il 2022 e il 2023, tra il 2% e il 3%. A fine 2023 i livelli raggiunti da quest'indicatore denotano un buon livello di solidità finanziaria, e ciò può considerarsi segnaletico di una certa stabilità futura, una dipendenza da fonti esterne in riduzione (si veda anche il Cap. 7) e quindi un'esposizione al rischio finanziario più contenuta, con riflessi positivi sul costo del capitale e sulle future possibilità di indebitamento.
Queste considerazioni valgono in particolar modo per le imprese del Nord-Est, Nord-Ovest e Isole, dove l'indice di indipendenza finanziaria raggiunge valori del 47-48%, ma possono ritenersi valide anche per altre macroaree, come nel caso del Sud, dove l'indicatore in oggetto ha toccato il 39% nel 2023. Per il Centro è appena il caso di osservare che la riduzione dell'indice di indipendenza, dal 40% del 2022 a poco sopra il 37% nel 2023, va letta nell'ambito di una crescita del capitale investito superiore a quella del patrimonio netto, malgrado un incremento nel risultato di esercizio di circa il 26% tra il 2022 e il 2023 (Tabella 11.16). Alla luce di ciò si può pensare che un certo numero di imprese situate nell'Italia centrale abbia deciso di trattenere in impresa una quota di utili comparativamente inferiore a quella non distribuita dalle imprese delle altre macroaree. Nell'insieme, si profilano comunque maggiori possibilità di ottenere prestiti per sostenere i futuri investimenti; esigenza questa che comunque potrebbe trovar risposta anche nei mezzi propri, visti i dati esposti nel capitolo 6.

11.4. Riflessioni di sintesi

Molti dati esaminati confermano il dualismo economico che contraddistingue il nostro Paese e che ha spesso condotto vari autori a parlare delle "due Italie" (tra gli altri Muscarà *et al.*, 2011; Lepore, 2012, Perrotta e Sunna, 2021; Panetta, 2024).
Alla luce delle connotazioni assunte da alcune grandezze qui analizzate, il divario tra Nord e Sud è ancora consistente, dato che l'Italia settentrionale esprime tuttora un peso di circa il 70% dei ricavi di vendita e degli utili. Tuttavia, quel ritardo del Mezzogiorno spesso ritenuto patologico, quasi da malformazione congenita, trova in alcuni risultati dell'analisi dei segnali positivi, neppure troppo tenui. Si pensi, ad esempio, ai livelli

toccati nel rapporto tra EBITDA e ricavi di vendita (Figura 11.1) o al ROE maturato negli ultimi anni (Tabella 11.7).
Certamente, i dati appena richiamati non rappresentano risultati uniformemente raggiunti all'interno delle singole macroaree, come testimoniano il confronto fra il ROE di macroarea e relativi i valori mediani (11.18), e il fatto che per motivi di spazio il capitolo non abbia potuto sviluppare elaborazioni a livelli territoriali inferiori, ad esempio regionali, rappresenta un limite, ma anche un'opportunità futura, poiché il dato a livello regionale (e anche provinciale) è stato raccolto ed è disponibile per soddisfare specifici interrogativi.
Non essendoci i presupposti per sviluppare conclusioni particolarmente articolate per i diversi livelli territoriali, si condividono alcune riflessioni volte a stimolare il dibattito e/o future linee di analisi.
In questo senso, è noto il nanismo del sistema economico nazionale e le relative implicazioni in termini di debolezza del sistema produttivo, e guardando a determinati valori mediani questo tipo di vulnerabilità è maggiormente presente nelle imprese del Mezzogiorno. Di conseguenza, politiche votate ad agevolare il rafforzamento della struttura patrimoniale delle imprese (a titolo esemplificativo si cita l'ACE, aiuto alla crescita economica, abrogata con il D.Lgs. 216/2023) potrebbero contribuire al miglioramento del sistema economico nazionale.
In effetti, la dinamica del capitale investito (Figura 11.2) e il rafforzamento del patrimonio netto, principalmente per merito del capitale autogenerato (Cap. 6), sembrano deporre, alla luce dei livelli di redditività toccati da numerose imprese (specialmente da quelle localizzate nelle macroaree Isole e Sud, Tabella 11.17), in favore della lettura offerta. Tuttavia, considerato il triennio in esame, non bisogna perdere di vista il fatto che determinate dinamiche potrebbero essere state influenzate da fattori di natura temporanea, vista la rilevanza degli interventi pubblici collegati alla pandemia; quindi, ci sono i presupposti per replicare le analisi contenute nel presente contributo, al fine non solo di cogliere il carattere episodico o meno di determinate tendenze, ma anche di capire le reazioni delle nostre imprese e i condizionamenti indotti dalle attuali incertezze, probabili politiche protezionistiche e relative contromosse.
Di simil avviso è la Banca d'Italia (2024) la quale, commentando l'inconsueta ripresa del Mezzogiorno rispetto alle passate crisi, rileva la possibile influenza di fattori di natura temporanea connessi ai consistenti interventi pubblici post-pandemici nell'economia meridionale. Per dare continuità a questa tendenza, si ritiene proficuo puntare ad innalzare la capacità produttiva delle imprese del Mezzogiorno attraverso investimenti e la qualità dell'azione pubblica, mediante politiche tese non tanto alla redistribuzione ma allo sviluppo e all'incremento della competitività degli operatori economici meridionali.
Dalle analisi presentate si coglie la presenza di determinate potenzialità che, stando alle performance più recenti, riguardano diversi segmenti produttivi e che potrebbero essere più facilmente liberate o meglio sfruttate tramite azioni mirate. In questa prospettiva, focalizzando l'attenzione sulla redditività del 2023, nel Nord-Ovest le imprese giovani della ristorazione e servizi turistici e culturali, del sistema moda e del commercio hanno fatto registrare livelli di ROE particolarmente elevati; di conseguenza, rappresentano realtà promettenti. Lo stesso si può dire delle imprese giovani dei servizi formativi e per la persona e delle costruzioni localizzate nel Nord-Est; macroarea in cui anche le imprese longeve della meccanica presentano risultati reddituali apprezzabili.
Nel Centro sono le giovani realtà appartenenti ai raggruppamenti economici dei trasporti e della logistica e della ristorazione e servizi turistici e culturali quelle meritevoli di attenzione, come pure le imprese in fase di sviluppo operanti nei servizi formativi e per la persona e nei servizi operativi.
Con riferimento alla macroarea Sud, le imprese giovani riconducibili ai servizi professionali e ICT e al sistema moda e arredo rappresentano iniziative imprenditoriali in grado di contribuire positivamente al recupero del divario Nord-Sud, al pari delle imprese, giovani o in fase di sviluppo, del raggruppamento economico dei servizi formativi e per la persona. Infine, nella macroarea Isole si distinguono le imprese giovani della meccanica e le imprese in fase di sviluppo delle utilities e servizi ambientali.
L'indicazione di alcuni profili di imprese ha la principale finalità di testimoniare l'esistenza di operatori economici in grado di contribuire al miglioramento del sistema produttivo nazionale. Pertanto, le segnalazioni in oggetto non si pongono al livello di argomenti di politica industriale, sebbene l'impostazione promossa nel recente Libro Verde del MIMIT (2024) preveda strumenti ed interventi selettivi nell'economia (Stato stratega). Valutazioni più accurate, volte a identificare la natura delle politiche e degli interventi, devono essere necessariamente rimandate ad analisi maggiormente focalizzate e strutturate.

12. LE STARTUP INNOVATIVE E LE PMI INNOVATIVE

Alessandro Bulgarelli

12.1. Gli obiettivi e la base empirica

L'Italia è storicamente contraddistinta da un tessuto industriale composto in prevalenza da piccole e medie imprese, che per decenni hanno rappresentato un motore fondamentale dello sviluppo economico del Paese. Tuttavia, l'avanzare della globalizzazione e la trasformazione degli scenari industriali globali hanno sottoposto questo segmento produttivo a sfide sempre più complesse e a una pressione crescente. In questo contesto, l'ecosistema delle startup e delle PMI innovative si configura come un fattore chiave per la crescita economica, l'innovazione e la competitività del paese.
Alla luce di quanto detto, l'obiettivo di questo approfondimento è fornire evidenze empiriche di startup e PMI innovative, evidenziandone le dinamiche principali e le criticità emergenti. Inoltre, le analisi confrontano i dati di queste categorie di imprese con quelli del campione complessivo, descritti nei precedenti capitoli. Si auspica che, usando anche tali dati, il legislatore possa valutare in maniera più informata le politiche di sostegno mirate a stimolarne la crescita.
Le tabelle inserite nei paragrafi successivi mostrano i risultati attraverso due punti di vista differenti: il valore assoluto della misura analizzata e la mediana. A livello metodologico, le analisi sulla mediana sono preferite in quanto il campione è caratterizzato da numerosi outlier che influenzano eccessivamente i risultati medi. La mediana, poiché valore centrale di un insieme di dati, non è distorta da valori estremi e ci permette di valutare in modo più adeguato i risultati.
Per comporre la base empirica sono stati estratti in data 26.12.2024 i dati riguardanti startup e PMI innovative dal database AIDA – Bureau Van Dijck e i criteri sono stati i seguenti:

1) Possesso dello status di startup o PMI innovativa: all'interno del database sono infatti presenti due sezioni espressamente dedicate a tali imprese. A seguito della prima estrazione il campione iniziale era rappresentato da 15.290 società, delle quali 12.285 startup innovative e 3.005 PMI innovative.
2) Disponibilità dei bilanci per tre esercizi consecutivi (2021 – 2023): sono state eliminate le imprese costituite negli anni 2022 e 2023, dal momento che di queste non erano disponibili i dati degli esercizi precedenti. Tale operazione ha comportato l'esclusione di 5.516 entità.
3) Esclusione delle imprese in liquidazione: 224 Startup innovative e 38 PMI innovative, nonostante fossero presenti nel database, risultavano essere in liquidazione e di conseguenza sono state escluse. L'analisi vuole essere svolta su soggetti che hanno l'obiettivo di continuare la propria attività e questa viene per definizione meno nel momento in cui iniziano le fasi propedeutiche alla liquidazione.

Il campione totale finale su cui sono state effettuate le analisi è quindi pari a 9.512 imprese, delle quali 6.577 startup innovative e 2.935 PMI innovative: il peso delle startup sul campione finale è diminuito del 14% circa rispetto a quello iniziale, mentre al contrario le PMI hanno visto aumentare il proprio peso, passando da una percentuale del 19,65%, a una del 30,86%.

Tabella 12.1 – Il campione

	Startup innovative	PMI Innovative	Totale
Campione iniziale	12.285	3.005	15.290
% su campione iniziale	80,35%	19,65%	100,00%
- Imprese senza bilanci per tutti e 3 gli esercizi	-5.484	-32	-5.516
- Imprese in Liquidazione	-224	-38	-262
Campione Finale	6.577	2.935	9.512
% su campione finale	69,14%	30,86%	100,00%

Il campione finale rimane comunque significativo in quanto le percentuali che dimostrano la sua capacità di rappresentare il campione iniziale, considerando ricavi di vendita e occupazione come parametri di riferimento, risultano elevate (Tabella 12.2).

Tabella 12.2 – La rappresentatività del campione

euro/000	2023		2022		2021	
	Startup Innovative	PMI Innovative	Startup Innovative	PMI Innovative	Startup Innovative	PMI Innovative
Universo						
Ricavi di vendita	1.663.950,56	8.799.766,93	1.169.622,95	7.973.118,03	640.230,30	6.464.003,03
Dipendenti	10.404	44.526	10.197	49.215	6.012	43.232
Campione						
Ricavi di vendita	1.279.935,32	8.600.949,75	1.099.515,95	7.925.905,28	632.442,04	6.448.742,91
% Universo	76,92%	97,74%	94,01%	99,41%	98,78%	99,76%
Dipendenti	7.778	43.901	9.435	48.804	5.895	43.056
% Universo	74,76%	98,60%	92,53%	99,16%	98,05%	99,59%

Un aspetto rilevante è legato al fatto che una quota significativa delle imprese, pari al 97% delle startup innovative e all'85% delle PMI innovative, optano per la redazione del bilancio in forma abbreviata, circostanza piuttosto ovvia, data la ridotta dimensione aziendale. Sebbene questa scelta consenta la riduzione dei costi amministrativi e semplificazioni contabili per il redattore, per il lettore riduce la disponibilità di dati rispetto al bilancio ordinario.

12.2. I requisiti per ottenere lo status

Per promuovere lo sviluppo di un ecosistema economico in grado di favorire l'innovazione, il legislatore italiano ha introdotto la possibilità per le imprese di ottenere gli status oggetto di questo capitolo.

12.2.1. Le startup innovative

Il Governo italiano, vista la necessità di favorire la crescita e lo sviluppo dell'economia e della cultura digitale, nonché la nascita di nuove imprese innovative ad alto tasso tecnologico, attraverso il d.l. 179/2012 ha introdotto il cosiddetto "Startup Act Italiano". In particolare, l'art.25 del decreto sopracitato ha introdotto una definizione di startup innovative, stabilendo anche i requisiti necessari per accedere alle agevolazioni previste dalla legge (artt. 26 – 31). Tali benefici hanno durata quinquennale, calcolati a partire dal momento dell'iscrizione dell'impresa nella sezione speciale del Registro delle Imprese e sono comunque subordinati alla permanenza dell'entità in questa sezione.
I requisiti oggettivi che un'impresa deve rispettare per ottenere lo status di startup innovativa sono i seguenti:

- Impresa nuova o costituita da non più di 5 anni;
- Residenza in Italia, o in un altro Paese dello Spazio Economico Europeo ma con sede produttiva o filiale in Italia;
- Fatturato annuo inferiore a 5 milioni di euro;
- Non quotata in un mercato regolamentato o in una piattaforma multilaterale di negoziazione
- Non distribuisce e non ha distribuito utili;
- Ha come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto valore tecnologico;
- Non è risultato di fusione, scissione o cessione di ramo d'azienda.

Inoltre, le imprese devono rispettare almeno 1 dei seguenti 3 requisiti soggettivi:

1) Sostiene spese in R&S pari ad almeno il 15% del maggiore valore tra costo e valore totale della produzione;

2) Impiega personale altamente qualificato (almeno 1/3 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 2/3 con laurea magistrale);
3) È titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.

Qualora le startup innovative raggiungano il successo nella loro attività, il legislatore attraverso il d.l.3/2015 ha previsto la possibilità per queste di transitare dalla sezione speciale del Registro delle Imprese, riservata alle startup innovative, a quella dedicata alle PMI innovative. Oltre ciò, il d.l.179/2012 ha previsto una serie di misure dedicate al sostegno durante l'avviamento delle attività, misure di supporto anche in caso di insuccesso, nonché l'accesso a finanziamenti agevolati e incentivi all'investimento nel capitale di rischio.
Ad esempio, a partire dal 1° gennaio 2017, per gli investitori che effettuano investimenti in capitale di rischio di startup innovative è disponibile un importante sgravio fiscale, condizionato al mantenimento della partecipazione per un minimo di 3 anni e articolato nelle seguenti modalità: per le persone fisiche è prevista una detrazione dall'imposta lorda Irpef pari al 30% dell'ammontare investito, fino a un massimo di 1 milione di euro; per le persone giuridiche, è prevista una deduzione dall'imponibile Ires pari al 30% dell'ammontare investito, fino a un massimo di 1,8 milioni di euro.

12.2.2. Le PMI innovative

Con riferimento alle PMI innovative, il Governo ha voluto introdurre una definizione coerente rispetto a quanto stabilito dalla Raccomandazione UE 2003/361/CE, la quale richiede i seguenti requisiti, affinché un'impresa possa ottenere la qualifica:

- Numero di addetti inferiore a 250;
- Fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro;
- Totale attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di euro;
- Residenza in Italia, o in un altro Paese dello Spazio Economico Europeo ma con sede produttiva o filiale in Italia;
- Il bilancio deve essere certificato;
- Non deve essere quotata in un mercato regolamentato;

Inoltre, deve possedere almeno 2 dei 3 seguenti requisiti di innovatività:

1) È necessario che le spese di R&S siano pari ad almeno il 3% del maggior valore tra fatturato e costo della produzione;
2) Deve impiegare personale altamente qualificato. Tale requisito viene rispettato se gli addetti sono almeno 1/5 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori oppure, 1/3 detengono una laurea magistrale;
3) Deve essere titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto o titolare di un software registrato.

L'iscrizione prodromica all'ottenimento dello status di PMI innovativa è volontaria e gratuita, avviene tramite autocertificazione del possesso dei requisiti e successiva registrazione nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese da parte della richiedente.
Le agevolazioni previste dal d.l. 3/2015 per le PMI innovative sono molteplici: è previsto ad esempio l'accesso gratuito e semplificato al fondo di garanzia per le PMI, l'esonero dall'imposta di bollo, la proroga del termine per la copertura delle perdite e sono inoltre previsti incentivi all'investimento nel capitale di rischio, a patto che la società abbia effettuato la sua prima vendita commerciale da meno di 7 anni.
Come già menzionato, la normativa prevede un percorso agevolato per il passaggio da startup a PMI innovativa, ma non vi sono limiti sul fatto che una società di nuova costituzione rientri direttamente all'interno della disciplina riguardante quest'ultime. La differenza principale, rispetto a quanto previsto per le startup innovative, riguarda l'arco temporale in cui i benefici vengono applicati: infatti per le PMI innovative non sono previste scadenze, mentre per le startup innovative lo status ha durata quinquennale.

12.3. L'anzianità delle imprese analizzate

L'obiettivo del paragrafo è quello di studiare l'anno di costituzione delle imprese, con il fine di valutare le possibili correlazioni con l'introduzione da parte del soggetto pubblico di normative volte a favorirne lo sviluppo.
Il database AIDA non consente lo studio dell'evoluzione demografica nel corso dei tre esercizi analizzati: la Tabella 12.3 indica l'anno di costituzione delle imprese incluse nel campione, che alla data di estrazione

detenevano lo status di startup o PMI innovativa e delle quali erano disponibili i bilanci per l'intero arco temporale analizzato.
L'impennata nella costituzione di startup innovative a partire dal 2019 è riconducibile principalmente alla crescente diffusione delle agevolazioni, come confermato dalla Relazione Annuale al Parlamento sull'attuazione delle politiche a sostegno di startup e PMI innovative. I dati evidenziano un notevole incremento nell'utilizzo della modalità di costituzione digitale, la quale ha semplificato e accelerato i processi di avvio delle attività. Parallelamente nel 2019 Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha acquisito il controllo di CDP Venture Capital SGR (ex Invitalia Ventures SGR), dotandola di 1 miliardo di euro per finanziare l'innovazione e sostenere la nascita di nuove imprese ad alto contenuto tecnologico. Questo intervento ha rappresentato un punto di svolta nell'ecosistema delle startup italiane, garantendo maggiore accesso al capitale e stimolando la crescita del settore.

Tabella 12.3 – L'anzianità delle imprese del campione

Anno di costituzione	Startup Innovative	PMI Innovative	Totale	Peso %
2021	2.517	39	2.556	26,87%
2020	1.968	38	2.006	21,09%
2019	1.313	146	1.459	15,34%
2018	476	288	764	8,03%
2017	165	317	482	5,07%
2016	78	302	380	3,99%
2015	46	263	309	3,25%
2014	11	255	266	2,80%
2013	3	176	179	1,88%
2012	-	128	128	1,35%
2011	-	105	105	1,10%
< 2010	-	878	878	9,23%
Totale	**6.577**	**2.935**	**9.512**	**100%**

Considerando che lo status di startup innovativa ha una durata massima quinquennale e possa essere ottenuto solamente da soggetti di nuova costituzione, occorre evidenziare che 779 imprese si sono costituite in un esercizio precedente al 2019. Tali soggetti sono inclusi nel database e, pertanto, non sono stati rimossi; tuttavia, qualora tentassero di accedere a uno dei benefici previsti dalla normativa, non ne avrebbero diritto, poiché la loro posizione giuridica risulterebbe ormai estinta.

12.4. Gli andamenti economico – finanziari

Le tabelle inserite in seguito hanno l'obiettivo di offrire una panoramica dei risultati economico - finanziari ottenuti da startup e PMI innovative, approfondendo nel dettaglio le differenze che le contraddistinguono.

12.4.1. Il conto economico: i ricavi, i margini e i risultati netti

La Tabella 12.4 permette di approfondire i risultati in valore assoluto del conto economico aggregato di startup e PMI innovative, mostrando in particolar modo i margini ottenuti dalle imprese incluse nel campione e i risultati netti finali. È in primis interessante osservare come l'andamento dei ricavi di startup e PMI innovative abbia mostrato una tendenza diversa tra il 2022 e il 2023, rispetto al campione complessivo analizzato nel *Capitolo 2*. Mentre nel periodo 2021-2022 la crescita dei ricavi di startup e PMI era stata superiore di 3,82 punti percentuali, tra il 2022 e il 2023 il divario è stato particolarmente marcato dal momento che il campione nazionale ha registrato una variazione negativa, mentre le startup e PMI innovative hanno segnato una crescita positiva del +9,48%.
In generale i dati evidenziano un quadro eterogeneo, in cui l'EBITDA aggregato mostra una crescita costante sia per le startup che per le PMI innovative, con dinamiche contrastanti nelle performance individuali. Rispetto al dato nazionale analizzato nel *Capitolo 2*, startup e PMI non riescono a ottenere le stesse

performance delle imprese di maggiori dimensioni in termini di marginalità: sebbene anch'esse abbiano subito un rallentamento della crescita dettato dalle vicissitudini geopolitiche e macroeconomiche che hanno avuto un impatto sulla maggior parte del sistema economico, la loro struttura maggiore gli ha consentito di mantenere un andamento positivo dei risultati netti e dei margini.

Tabella 12.4 – Il Conto economico aggregato

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
Conto Economico	Totale	% Valore prod.	Totale	% Valore prod.	Totale	% Valore prod.
Ricavi	9.880.885,07	87,00%	9.025.421,23	88,97%	7.081.184,95	70,09%
Incrementi Immob. In Corso	424.645,82	3,74%	378.187,46	3,73%	324.998,48	3,22%
EBITDA	834.905,86	7,35%	713.076,48	7,03%	688.488,03	6,82%
Risultato Operativo	-18.830,58		-3.266,07		128.018,33	
Risultato Ante – Imposte	-157.638,83		-93.451,72		61.144,06	
Risultato Netto	-360.378,72		-285.794,41		-102.920,05	

La Tabella 12.5 permette di riassumere le variazioni intercorse per i valori assoluti delle voci inserite nella Tabella 12.4.

Tabella 12.5 – Le variazioni delle voci di Conto economico

	2022/2023	**2021/2022**
Ricavi	9,48%	27,46%
Incrementi Immob. In Corso	12,28%	16,37%
EBITDA	17,09%	3,57%
Risultato Operativo	- 476,55%	- 102,55%
Risultato Ante - Imposte	- 68,68%	- 252,84%
Risultato Netto	- 26,10%	- 177,69%

I ricavi, intesi come voce A.1 del Conto Economico, hanno avuto un andamento costantemente positivo per tutti e tre gli anni esaminati e in particolar modo, la variazione tra 2021 e 2022 è stata particolarmente positiva e pari a + 27,46%, a cui ha fatto seguito una variazione percentuale del + 9,48% nel 2022 – 2023. Considerato che nel periodo post – pandemico sono almeno stati ridotti i contributi pubblici erogati dallo Stato, gli andamenti dei ricavi in relazione al loro peso sul valore della produzione sono positivi: dimostrano che gli importi del fatturato poco elevati nel 2021 sono legati al Covid-19 e, una volta terminata l'emergenza sanitaria, le imprese sono riuscite a crescere.
L'aumento dei ricavi potrebbe riflettere da un lato una crescita generale del settore dell'innovazione in Italia, dovuto al miglioramento del sistema di accesso ai finanziamenti, sia pubblici che privati. Dall'altro lato potrebbe esserci stato un aumento della domanda di prodotti e servizi innovativi, sia a livello nazionale che internazionale, nonché un aumento della comprensione del sistema industriale italiano verso queste entità, le quali dovrebbero rappresentare il vero motore innovativo del paese. In questo senso, il PNRR ha rappresentato un'opportunità per lo sviluppo di idee innovative: l'importo dedicato alle imprese è stato di circa 30,2 miliardi, dei quali 300 milioni di euro dedicati espressamente al finanziamento delle startup e 250 milioni di euro destinati al supporto di startup e venture capital attivi nella transizione ecologica. Le maggiori risorse, circa 15 miliardi di euro, sono state impiegate per quella che il piano definisce "Transizione 4.0" e per la digitalizzazione delle imprese.
L'andamento della voce A.4 del Conto Economico dedicata all'incremento delle capitalizzazioni è positivo: tra il 2021 e il 2022 la variazione percentuale è stata pari a + 16,37%, mentre la variazione tra il 2022 e il 2023 è stata più contenuta e pari a + 12,28%. Le tendenze in merito a tale voce di conto economico verranno successivamente confermate dai dati di stato patrimoniale: questi hanno subito un incremento costante nei tre anni analizzati, sintomatico di come startup e PMI innovative siano dei veri e propri "laboratori" di nuovi asset innovativi. Tali riflessioni sono ulteriormente avvalorate dai dati esaminati nel *Capitolo 5*: in entrambi i

periodi, l'incremento delle capitalizzazioni è stato più consistente per le startup e le PMI innovative, a testimonianza della loro dinamicità nel perseguire attività di investimento e sviluppo.
Come citato in precedenza, i risultati relativi all'EBITDA evidenziano un'eterogeneità marcata sia tra le startup che tra le PMI, delineando uno scenario in cui la sostenibilità economica si concentra progressivamente in un numero ristretto di realtà. Per le startup, alla crescita complessiva degli EBITDA aggregati pari a + 3,57% tra il 2021 e il 2022 e + 17,09% tra il 2022 e il 2023, è affiancato il netto miglioramento dei valori mediani: ciò suggerisce che le imprese più performanti stiano consolidando la propria posizione sul mercato. Tuttavia, il calo del numero di startup con un EBITDA positivo nel 2023 pari a – 4,39% ha in toto assorbito l'aumento 2021 – 2022 pari a + 2,78%, indicando una polarizzazione tra coloro che crescono e chi, al contrario, esce dalla zona di redditività. Per le PMI innovative si osserva una tendenza analoga: se da un lato il numero di società con EBITDA positivo è costantemente diminuito nel corso dei 3 esercizi, dall'altro gli importi aggregati sono cresciuti costantemente. Infatti, le variazioni percentuali degli importi aggregati sono state pari a +13,69% tra il 2021 e il 2022 e del + 11,38% tra 2022 e 2023.

12.4.2. Le imprese in perdita e le imprese in utile

Gli importi sono stati ottenuti attraverso la somma dei risultati economici al netto delle imposte, dividendo i positivi dai negativi. Tuttavia, è necessario tenere conto della mancanza dei seguenti dati: 1.568 nel 2023, 460 nel 2022 e 761 nel 2021. Inoltre, il risultato netto è stato 0 in 21 casi nel 2023, in 31 casi nel 2022 e in 71 casi nel 2021.

Tabella 12.6 – Le imprese in perdita

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
Imprese in Perdita	Numero	Valore	Numero	Valore	Numero	Valore
Startup innovative	2.802	-264.945	3.361	-239.235	2.986	-124.946
% su campione	43%		51%		45%	
PMI Innovative	967	-795.716	1.070	-700.597	1.029	-503.999
% su campione	33%		36%		35%	

Con riferimento al numero di startup in perdita, tenendo comunque in considerazione come i risultati netti negativi siano molto frequenti nei primi anni di vita, esso è aumentato dal 2021 al 2022 per poi diminuire leggermente nel 2023. Tuttavia, nonostante il numero complessivo sia inferiore rispetto agli esercizi precedenti, il totale delle perdite è aumentato costantemente in tutto l'arco temporale e in maniera più forte tra il 2021 e il 2022. Il confronto tra i risultati ci permette di affermare che le perdite totali del 2023 sono proporzionalmente più elevate, in quanto l'importo sommato proviene da un totale di soggetti inferiore rispetto all'anno precedente. Come già citato le cause possono essere molteplici ma in generale sono da ricondurre agli avvenimenti geopolitici che, a partire dal 2022, hanno causato l'esplosione dei costi dell'energia e l'erosione dei margini di una parte delle imprese.

Tabella 12.7 – Le imprese in utile

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
Imprese in Utile	Numero	Valore	Numero	Valore	Numero	Valore
Startup innovative	2.562	85.508	2.795	79.244	2.810	56.967
% su campione	39%		42%		43%	
PMI Innovative	1.592	614.775	1.795	574.794	1.855	469.059
% su campione	54%		61%		63%	

Con riferimento alle imprese che chiudono i propri bilanci in utile, si osserva come il numero delle stesse sia diminuito nel corso dell'arco temporale analizzato e al tempo stesso l'ammontare degli utili totali sia caratterizzato da un andamento inverso.
A livello generale, gli utili risultano complessivamente più alti nell'ultimo anno di analisi, pur restando inferiori rispetto ai livelli del 2021 e comunque insufficienti a compensare l'ammontare complessivo delle perdite.

Infatti, se da un lato gli utili totali registrano una variazione negativa del 7% tra il 2022 e il 2023, nello stesso intervallo temporale le perdite totali aumentano di circa il 13%.
Rispetto alle imprese analizzate nel *Capitolo 2*, startup e PMI innovative presentano una minore percentuale di soggetti in grado di generare un utile. Mentre tra i soggetti di dimensioni maggiori solo il 14% delle imprese presentano andamenti discontinui, inteso come l'avvicendarsi di risultati economici netti di segno opposto, in questo caso la percentuale di imprese in utile oscilla tra il 58% nel 2021 e il 53% nel 2023, confermandone l'inferiore capacità di generare margini.

12.4.3. Il Tax rate

Con il fine di valutare l'effettiva incidenza delle imposte sul reddito di startup e PMI innovative, è stato calcolato il tax rate effettivo delle sole imprese che producono utili. L'indicatore viene espresso tramite il rapporto tra il totale delle imposte sul reddito di competenza economica ed il reddito globale lordo delle società del campione.

Tabella 12.8 – Il tax rate

	2023	**2022**	**2021**
Startup innovative	23,79%	24,12%	21,40%
PMI Innovative	22,36%	21,67%	20,70%

Le tendenze mostrano un generale aumento della pressione fiscale su startup e PMI in utile, con un impatto maggiore sulle prime. Se nel 2021 lo scostamento era inferiore a un punto percentuale, l'analisi temporale evidenzia un incremento progressivo e un divario pari a 1,4 punti percentuali nel 2023.
Tuttavia, gli aspetti più interessanti risiedono nel confronto con i risultati osservati nel *Capitolo 10* dedicato appunto ad "*Imposte e Contributi*". Si noti infatti come il tax rate effettivo di startup e PMI innovative, sia significativamente più basso rispetto a quanto applicato per imprese di maggiori dimensioni. Questo è in linea con gli obiettivi delle istituzioni, le quali attraverso le varie normative hanno incentivato la nascita e l'evoluzione di soggetti altamente innovativi.

12.4.4. L'occupazione

La Tabella 12.9 illustra i dati sull'occupazione nelle startup e nelle PMI innovative nell'arco temporale oggetto di analisi, esponendo il numero totale dei dipendenti, i valori medi e mediani: quest'ultimi risentono del fatto che, nelle startup, i fondatori spesso non assumono dipendenti nei primi anni e, in molti casi, non ricevono alcuno stipendio soprattutto quando l'impresa è autofinanziata con il loro capitale personale. Infatti, nelle fasi seed e pre-seed anche qualora una startup dovesse ricevere finanziamenti, l'obiettivo principale è sviluppare il prodotto.

Tabella 12.9 – I dati sull'occupazione

Dipendenti	**2023**	**2022**	**2021**
Startup innovative			
Totale	7.778	9.435	5.895
Media	2	2	1
Mediana	-	-	-
Dati non disponibili	2.075	838	1.039
PMI innovative			
Totale	43.901	48.804	43.056
Media	21	18	15
Mediana	9	7	6
Dati non disponibili	878	150	127

Con riguardo alle startup innovative, il numero totale di dipendenti è cresciuto tra il 2021 e il 2022, anni in cui si è registrato un incremento del 60%, passando in valore assoluto da 5.895 a 9.435 soggetti occupati. Il dato assoluto sugli occupati è poi diminuito del 17,56% nel periodo 2022 – 2023.
Nelle PMI innovative, il numero complessivo dei dipendenti è aumentato del 13,35% tra il 2021 e il 2022, per poi diminuire del 10,05% nel periodo 2022-2023, tornando così a livelli prossimi a quelli del 2021. In controtendenza, i risultati mediani hanno registrato una crescita costante, passando da un valore di 6 nel 2021 a 7 nel 2022, fino a raggiungere quota 9 nel 2023.
L'analisi comparativa dei dati rispetto a quanto osservato nel *Capitolo 8*, evidenzia significative differenze nelle performance occupazionali tra i diversi segmenti aziendali. Tra il 2021 e il 2022, le startup innovative hanno registrato la crescita dell'occupazione più elevata grazie a una variazione percentuale del +60%, superando di gran lunga sia le PMI innovative che le imprese consolidate, per le quali si sono osservate variazioni rispettivamente del + 13,3% e del + 4%. Tuttavia, tra il 2022 e il 2023 questa tendenza si è invertita: tutte le categorie hanno mostrato contrazioni, particolarmente accentuate per le startup (-17,6%), seguite dalle PMI innovative (-10%) e, in misura più contenuta, dalle imprese consolidate (-1,1%). Per quanto riguarda i valori mediani, le PMI innovative hanno dimostrato la crescita mediana più significativa (+50%), superiore a quella delle imprese consolidate (+11%, da 45 a 50).

12.5. L'analisi patrimoniale

Il paragrafo mostra l'andamento delle principali voci dello stato patrimoniale, mettendo in evidenza le modalità con cui le imprese del campione hanno deciso di effettuare investimenti, nonché le strategie con cui hanno gestito le componenti passive.

12.5.1. L'attivo patrimoniale

L'obiettivo della Tabella 12.10 è quello di mostrare i valori assoluti totali e mediani delle principali voci che compongono l'attivo patrimoniale, valutandone l'impatto percentuale rispetto al totale delle risorse investite dalle imprese.
È interessante osservare il peso degli asset immateriali rispetto a quelli materiali, sul totale attivo: si nota come i beni intangibili siano in pratica il doppio rispetto ai beni tangibili, a conferma del ruolo di startup e PMI come veri e propri motori di innovazione. Infatti, i brevetti e i costi legati allo sviluppo e alla ricerca sono senza dubbio i principali risultati del lavoro svolto da queste società, data la natura delle stesse.
A livello generale, il report del MIMIT sulle attività brevettuali dell'intero panorama industriale italiano mostra come nel 2023 si sia registrato un aumento del 4,1% rispetto al 2022 per quanto riguarda le domande di brevetto per invenzione industriale e una crescita pari al 3% per quanto concerne le domande di brevetto per modello di utilità. I risultati sono in controtendenza rispetto all'anno precedente, in cui le variazioni erano state rispettivamente del – 17,7% e del – 12%.

Tabella 12.10 – Le principali voci dell'attivo

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
Attivo	Startup innovative	PMI innovative	Startup innovative	PMI innovative	Startup innovative	PMI innovative
Immobilizzazioni Immateriali						
Totale	743.252,58	2.812.674,04	658.338,74	2.588.237,03	413.986,33	2.376.027,40
% Attivo	26,66%	19,99%	26,19%	19,77%	25,70%	21,38%
Mediana	20,71	251,15	14,08	204,89	6,48	159,20
% Attivo - mediana	12,96%	13,74%	11,36%	13,78%	8,29%	12,95%
Dati non disponibili	1.141	343	387	69	710	58
Immobilizzazioni Materiali						
Totale	343.421,90	1.491.811,58	270.985,97	1.360.277,58	159.081,80	1.203.098,48
% Attivo	12,32%	10,60%	10,78%	10,39%	9,88%	10,83%
Mediana	1,97	39,16	1,22	32,01	-	26,63
% Attivo - mediana	0,11%	2,14%	0,08%	2,15%	0,00%	2,17%
Dati non disponibili	1.141	343	387	69	710	58
Circolante						
Totale	990.696,92	5.794.329,64	850.134,25	5.328.295,81	507.116,14	4.297.014,00
% Attivo	35,54%	41,17%	33,81%	40,70%	31,49%	38,66%
Mediana	44,62	667,27	31,28	534,89	14,69	429,53
% Attivo - mediana	27,92%	36,50%	25,25%	35,98%	18,78%	34,94%
Dati non disponibili	1.198	381	714	57	714	57
Liquidità						
Totale	479.897,11	1.916.924,90	504.891,67	2.062.836,50	375.530,12	1.911.072,88
% Attivo	17,22%	13,62%	20,08%	15,76%	23,32%	17,20%
Mediana	16,20	162,61	15,22	144,17	13,74	146,47
% Attivo - mediana	10,14%	8,89%	12,28%	9,70%	17,58%	11,92%
Dati non disponibili	1.198	381	396	75	714	57

Le imprese analizzate mostrano un andamento in controtendenza nella composizione delle immobilizzazioni tecniche rispetto alle imprese di maggiori dimensioni, analizzate nel *Capitolo 3*. Infatti, dai dati sul campione nazionale emerge che, nonostante la crescita generale degli investimenti in asset tecnici, le immobilizzazioni materiali prevalgono su quelle immateriali, mentre nel caso di startup e PMI innovative la situazione è contraria. Un dato particolarmente significativo riguarda la differenza nei tassi di variazione delle immobilizzazioni tecniche: le startup presentano lo scostamento più marcato, confermando la loro propensione a investire in modo intensivo rispetto alle dimensioni aziendali; anche le PMI innovative mostrano una tendenza simile, sebbene in misura meno accentuata, poiché la loro struttura è spesso più vicina a quella delle grandi imprese e ciò si traduce in tassi di crescita più contenuti. Al contrario, i dati osservati nel *Capitolo 3* evidenziano come i tassi di variazione delle immobilizzazioni tecniche siano in entrambi i periodi vicini al 2% circa.

Con riferimento alle immobilizzazioni immateriali, è possibile osservare una crescita complessiva del +79,5% dal 2021 al 2023 nel caso delle startup innovative, nonché un aumento del +18,3% per le PMI innovative.

Nel medesimo arco temporale le immobilizzazioni materiali hanno registrato una crescita superiore rispetto ai beni intangibili: per le startup innovative si osserva infatti un incremento complessivo pari a +116%, mentre per le PMI un aumento del + 23,9%. In generale, nell'ultimo periodo i ritmi sono stati sicuramente meno elevati a causa dell'aumento dei costi dell'energia e dell'inflazione, episodi che hanno portato le imprese a essere più caute.

Tabella 12.11 – Le variazioni percentuali delle voci che compongono l'attivo patrimoniale

	2022/2023		2022/2021	
	Startup innovative	PMI innovative	Startup innovative	PMI innovative
Immobilizzazioni Immateriali				
Totale	12,90%	8,67%	59,02%	8,93%
% Attivo	1,82%	1,09%	1,87%	-7,52%
Mediana	47,16%	22,58%	117,09%	28,70%
% Attivo - mediana	14,04%	-0,31%	37,04%	6,41%
Immobilizzazioni Materiali				
Totale	26,73%	9,67%	70,34%	13,06%
% Attivo	14,30%	2,02%	9,13%	-4,01%
Mediana	61,28%	22,34%	-	20,20%
% Attivo - mediana	31,16%	-0,51%	-	-0,62%
Circolante				
Totale	16,53%	8,75%	67,64%	24,00%
% Attivo	5,10%	1,16%	7,39%	5,27%
Mediana	42,68%	24,75%	112,98%	24,53%
% Attivo - mediana	10,57%	1,45%	34,44%	2,96%
Liquidità				
Totale	-4,95%	-7,07%	34,45%	7,94%
% Attivo	-14,28%	-13,56%	-13,87%	-8,36%
Mediana	6,48%	12,79%	10,71%	-1,57%
% Attivo - mediana	-17,48%	-8,28%	-30,11%	-18,62%

Nel paragrafo 12.4.1 sono state analizzate le variazioni della voce A.4 del conto economico. Seguendo la medesima logica, si riscontra un andamento analogo anche per le voci patrimoniali a essa correlate. In termini assoluti, la variazione più significativa riguarda le immobilizzazioni in corso immateriali, che registrano un incremento di circa +26.515.000 euro tra il 2021 e il 2022 e di circa +37.033.000 euro tra il 2022 e il 2023. Le immobilizzazioni in corso relative a beni materiali, invece, presentano variazioni assolute inferiori: circa +20.345.000 euro tra il 2021 e il 2022 e circa +28.479.000 euro tra il 2022 e il 2023. Tuttavia, se si considerano le variazioni in termini percentuali, l'andamento risulta opposto: le immobilizzazioni in corso di beni materiali mostrano un incremento del +44,52% tra il 2021 e il 2022 e del +43,12% tra il 2022 e il 2023, mentre per le immobilizzazioni in corso immateriali le variazioni si attestano rispettivamente al +11,58% e al +14,49%.

Il capitale circolante, espresso tramite la riunione delle voci relative a crediti e rimanenze, ha registrato una crescita sia per le startup che per le PMI innovative. Per le prime vi è stato un raddoppio dell'importo di tale voce (+95,4%) nell'intero arco temporale, mentre per le seconde si è registrato un + 24% nel periodo 2021 – 2022 e successivo + 8,75% tra il 2022 e il 2023. A livello specifico, si è registrata una crescita sia del valore delle scorte che dei crediti e le ragioni possono essere molteplici. Da un lato la crescita delle rimanenze potrebbe far pensare a un aumento del valore della produzione che si è effettivamente registrato e a un conseguente aumento delle vendite attese. Dall'altro lato però, i numeri di entrambe le categorie potrebbero riflettere una difficoltà nelle vendite causata dall'instabilità della domanda verificatasi a causa dell'inflazione elevata e degli squilibri geopolitici.

Con riferimento ai lavori in corso su ordinazione, il numero di soggetti attivi su commessa risulta 178 nel 2023, 158 nel 2022 e 137 nel 2021. Tali dati sono stati ricavati considerando esclusivamente i soggetti per i quali il valore riportato nella relativa voce dello stato patrimoniale era diverso da zero. In rapporto al campione di startup e PMI innovative analizzati, le imprese operanti su commessa rappresentano una percentuale inferiore rispetto ai soggetti analizzati nel Capitolo 5, dove la percentuale era di poco inferiore al 10%: per le imprese in esame nel capitolo, la percentuale è costantemente inferiore al 2%.

La liquidità ha avuto un andamento altalenante. La variazione percentuale tra il 2021 e il 2022 è stata positiva: + 34,45% per le startup e + 7,94% per le PMI innovative. Tuttavia, l'andamento nel periodo successivo è stato

opposto e infatti la liquidità è diminuita in percentuale pari al – 4,9% nelle startup e in una percentuale del – 7,07% nelle PMI innovative. Si osserva un progressivo ridimensionamento dell'incidenza della liquidità nel triennio analizzato, tendenza che si manifesta in modo trasversale in entrambe le tipologie societarie considerate. Considerato il quadro macroeconomico globale, è possibile presumere che le società abbiano dovuto utilizzare le risorse monetarie accumulate negli esercizi precedenti per far fronte alle spese dovute all'inflazione e agli elevati tassi di interesse.

12.5.2. Il passivo patrimoniale

La Tabella 12.12 mostra i risultati complessivi delle principali voci del passivo dello stato patrimoniale e si evidenzia come questi siano influenzati dalle condizioni economiche incerte. La Tabella 12.13 mostra le variazioni percentuali delle voci inserite nella Tabella 12.12.

Tabella 12.12 – Le principali voci del passivo

euro/000	**2023**		**2022**		**2021**	
Passivo	Startup innovative	PMI innovative	Startup innovative	PMI innovative	Startup innovative	PMI innovative
Patrimonio Netto						
Totale	1.111.343,02	5.791.541,09	1.022.397,97	5.359.507,64	689.650,30	4.602.457,51
% Passivo	37,50%	39,91%	41,69%	41,32%	44,36%	42,00%
Mediana	40,61	610,17	29,47	487,80	19,52	398,95
% Passivo - mediana	24,63%	35,14%	23,38%	32,58%	24,72%	32,32%
Dati non disponibili	1.198	381	396	75	714	57
Debiti						
Totale	1.643.259,12	7.198.093,46	1.340.687,32	6.529.559,23	828.957,57	5.448.405,80
% Passivo	55,45%	49,60%	54,67%	50,34%	53,33%	49,71%
Mediana	79,07	752,38	59,96	646,78	32,47	526,14
% Passivo - mediana	47,95%	43,33%	47,57%	43,19%	41,12%	42,62%
Dati non disponibili	1.011	194	554	64	891	56

In generale, è utile notare la riduzione della patrimonializzazione delle imprese, in particolar modo nel caso delle startup innovative, poiché il peso percentuale del patrimonio netto sul totale passivo è costantemente diminuito. Tuttavia, i valori mediani hanno seguito un andamento opposto: questo indica che la maggior parte delle società è riuscita a rafforzare la propria struttura patrimoniale, sebbene gli incrementi non siano stati sufficienti a determinare un aumento significativo del peso del patrimonio netto sul totale del passivo, per effetto dell'aumento delle componenti debitorie.

Tabella 12.13 – Le variazioni percentuali delle voci che compongono il passivo patrimoniale

	2022/2023		**2022/2021**	
	Startup innovative	PMI innovative	Startup innovative	PMI innovative
Patrimonio Netto				
Totale	8,70%	8,06%	48,25%	16,45%
% Passivo	-10,05%	-3,41%	-6,02%	-1,61%
Mediana	37,80%	25,09%	50,96%	22,27%
% Passivo - mediana	5,33%	7,87%	-5,44%	0,80%
Debiti				
Totale	22,57%	10,24%	61,73%	19,84%
% Passivo	1,43%	-1,46%	2,52%	1,26%
Mediana	31,88%	16,33%	84,68%	22,93%
% Passivo - mediana	0,80%	0,32%	15,68%	1,34%

In termini percentuali si osserva una crescita del patrimonio netto più contenuta tra il 2022 e il 2023, rispetto al 2021 – 2022. Da un lato le imprese sono state in grado di attrarre nuovi capitali e di aumentare le riserve a disposizione, grazie agli incentivi fiscali introdotti dal legislatore. Dall'altro lato, il rallentamento del tasso di crescita degli investimenti nel capitale di rischio di startup e PMI può essere dovuto ai tassi di interesse elevati e all'inflazione, aspetti che hanno senza dubbio aumentato l'incertezza degli investitori e almeno in parte compresso la loro disponibilità sia monetaria, che imprenditoriale.
In generale, le agevolazioni a beneficio degli investimenti sono molteplici. Ad esempio, il "Decreto Rilancio" nel 2020 prevede una detrazione IRPEF del 50% destinata alle persone fisiche che decidono di investire nel capitale di rischio di startup e PMI innovative. L'incentivo è operativo da marzo 2021 e al 31 ottobre 2024 il totale delle operazioni di investimento risulta essere pari a 21.552 unità, a fronte di un ammontare investito complessivo di 340 milioni di euro e 170 milioni di euro di agevolazioni fiscali concesse. Sulla stessa lunghezza d'onda, lo "Startup Act" italiano ha previsto agevolazioni fiscali in misura pari al 30% per gli investimenti in PMI o startup innovative, da parte di persone fisiche e giuridiche. I dati del MIMIT evidenziano come nel corso del 2022 siano stati effettuati 8.019 investimenti, a fronte di una riduzione percentuale del – 23,3% rispetto all'esercizio precedente. Tuttavia, gli anni 2020 e 2021 avevano segnato il massimo storico degli investimenti, grazie alle opportunità generate dai bisogni inediti scaturiti dalla pandemia.
Rispetto ai dati osservati nel *Capitolo 6*, non vi sono differenze particolarmente accentuate rispetto all'incidenza del patrimonio netto sul totale passivo: il maggiore divario si osserva nel 2023, anno in cui l'incidenza è pari al 37,5% per le startup innovative e al 39,91% per le PMI innovative, mentre per le imprese di maggiori dimensioni l'incidenza era pari al 44,44%. Con riferimento ai tassi di variazione del patrimonio netto nel tempo non si notano particolari differenze tra il 2022 e il 2023, mentre sono profonde quelle osservate tra il 2021 e il 2022: infatti le imprese dimensionalmente maggiori hanno mantenuto una variazione stabile e pari al + 7,3% circa, mentre per le startup innovative e per le PMI innovative si è registrata una crescita rispettivamente pari al + 48,25% e al + 16,45%.
Con riferimento ai debiti si osserva un aumento costante nei valori assoluti, sia nel caso della startup, che nel caso delle PMI innovative. Per le prime il debito è cresciuto del + 61,76% nel periodo 2021 – 2022 e, seppur a un ritmo inferiore, del + 22,61% tra il 2022 e il 2023. Per le PMI, invece, le variazioni sono state in percentuale inferiore e pari a + 19,85% nel periodo 2021 – 2022 e + 10,24% tra il 2022 e il 2023.
Rispetto alle analisi sulla struttura finanziaria e l'indebitamento presentate nel *Capitolo 7*, non emergono differenze significative nel peso dei debiti sul totale passivo per le PMI innovative. La situazione cambia nel caso delle startup innovative: per queste l'incidenza dei debiti sul passivo è aumentata costantemente in tutti i periodi osservati, mantenendosi sempre al di sopra del 50%. Un andamento in contrasto con quello emerso nelle imprese di maggiori dimensioni, dove l'incidenza è rimasta sostanzialmente stabile. Il rallentamento osservato tra il 2022 e il 2023 può essere dovuto all'inflazione e all'aumento dei tassi di interesse, che hanno reso più costoso l'indebitamento e spinto le imprese a adottare strategie più conservative.
A tali considerazioni è utile affiancare anche una lettura incrociata tra i dati sulle immobilizzazioni tecniche e la componente debitoria. A seguito del periodo pandemico le imprese hanno potuto sfruttare gli incentivi e le garanzie statali, aumentando al tempo stesso il loro debito. Ad esempio, il programma *Smart&Start Italia* ha introdotto la possibilità di usufruire di un finanziamento a tasso zero per progetti imprenditoriali dedicati a startup innovative, che prevedano un importo di spesa tra 100 mila e 1,5 milioni di euro. Un altro beneficio a favore di startup e PMI innovative è dato dalla possibilità di accedere in maniera semplificata al Fondo di Garanzia per le PMI (FGPMI). Secondo i dati forniti dal MIMIT, nel periodo compreso tra il 2013 e il quarto trimestre 2023, il FGPMI ha gestito complessivamente 18.053 operazioni verso startup innovative e ha mobilitato verso queste un ammontare di risorse che sfiora i 3,4 miliardi di euro. Il numero di startup che ha beneficiato del Fondo di Garanzia è pari a 8.096, l'ammontare medio per singola operazione di finanziamento è pari a 178 mila euro circa e la durata media è di 60,4 mesi. Con riferimento alle PMI innovative, dal 2016 alla fine del 2023, le operazioni gestite dal FGPMI sono state 7.862 e ha mobilitato un importo potenziale di 2,6 miliardi di euro. Il numero di PMI che ha beneficiato del Fondo è di 1.784 imprese, il valore medio del finanziamento è stato pari a 341 mila euro circa e la durata media è stata di 48,5 mesi. Sebbene gli incentivi rendano più agevole l'accesso al credito per effettuare investimenti, è importante considerare che tali operazioni contribuiscono all'aumento del debito complessivo: questo aspetto non deve essere in alcun

modo trascurato in quanto l'incertezza che domina il contesto macroeconomico attuale, rende necessaria un'adeguata conoscenza degli aspetti economico – finanziari da parte delle imprese.
Le analisi sul debito sono inevitabilmente limitate dal fatto che le società adottano in larga parte un modello di contabilità semplificato e per questo motivo non sono disponibili la maggior parte dei dati riguardanti il debito bancario. Le analisi condotte sugli importi a disposizione hanno mostrato in entrambi i casi una tendenza crescente del debito nei confronti delle banche: nelle startup, si è osservata una variazione percentuale del + 78,35% nel 2021 – 2022 e del + 23,45% tra il 2022 e il 2023; nelle PMI le variazioni sono avvenute in percentuale inferiore e pari a + 20,77% nel 2021 – 2022 e a + 2,69% nel 2022 – 2023.

12.6. Riflessioni di sintesi

Il quadro che emerge dalle analisi evidenzia un ecosistema dinamico e in continua evoluzione, come dimostrato dalla crescita dei valori della produzione lungo l'intero arco temporale considerato. In particolare, sebbene negli ultimi anni i contributi concessi dal soggetto pubblico durante la pandemia si siano almeno in parte ridotti, si osserva come le imprese siano riuscite a tornare ai livelli precedenti alla crisi causata dal Covid-19. Tuttavia, è opportuno sottolineare l'eterogeneità dei risultati: i dati relativi ai margini evidenziano una diminuzione del numero di società in grado di generare risultati netti positivi. A questo fenomeno si accompagna però un aumento della mediana degli importi aggregati, suggerendo uno scenario in cui un numero più ristretto di imprese riesce a ottenere margini positivi, ma con valori più elevati.
Dal punto di vista patrimoniale, si rileva come il settore sia caratterizzato da un forte orientamento verso gli investimenti in asset immateriali, a conferma della spiccata vocazione innovativa di startup e PMI innovative. A tale aspetto si affianca una riflessione positiva sull'andamento delle capitalizzazioni, che hanno seguito una tendenza di crescita costante nel periodo analizzato.
Una considerazione critica riguarda invece la liquidità: si è registrato un progressivo ridimensionamento della sua incidenza sul totale attivo dello stato patrimoniale. Considerando l'attuale contesto macroeconomico globale, è plausibile ipotizzare che le società abbiano dovuto attingere alle risorse monetarie accumulate negli esercizi precedenti per fronteggiare l'aumento dei costi legato all'inflazione e agli elevati tassi di interesse. Questo comportamento può anche essere interpretato come una strategia difensiva adottata per affrontare l'incertezza che caratterizza l'attuale sistema economico.
In questo scenario, le politiche di supporto e gli strumenti di finanziamento offerti da soggetti pubblici e privati assumono un ruolo cruciale nel garantire un ambiente favorevole all'innovazione.
Il successo di queste realtà dipende non solo dalla loro capacità di innovare, ma anche dall'efficacia delle sinergie tra pubblico e privato nel sostenere la crescita e lo sviluppo di un tessuto imprenditoriale sempre più competitivo. A livello generale, gli strumenti introdotti dal soggetto pubblico sembrano aver in parte raggiunto i propri obiettivi. Si osserva infatti un significativo divario nel tax rate applicato a startup e PMI innovative rispetto alle imprese del campione complessivo, oltre a un aumento degli investimenti nelle immobilizzazioni tecniche. Tuttavia, tale crescita è stata accompagnata anche da un incremento delle componenti debitorie e un aumento della loro incidenza sul totale passivo dello stato patrimoniale. Sebbene le imprese siano riuscite a ottenere finanziamenti in modo agevolato, è fondamentale che rimangano vigili per mantenere una struttura finanziaria equilibrata nel medio – lungo periodo.

13. IL MODELLO DI AZIENDA ITALIANA: UNA VISIONE D'ASSIEME

Alberto Quagli, Francesco Avallone, Paola Ramassa

Per gli studi aziendali è di interesse capire quale modello di azienda emerge complessivamente dall'analisi precedente.
Tale risposta, bene dirlo subito, è certamente parziale, per le limitazioni che caratterizzano la ricerca. In effetti, l'analisi ha riguardato il triennio 2021-2023 e ha escluso sia le imprese quotate, sia le imprese di dimensioni minori che ricadono entro le soglie per la redazione del bilancio abbreviato. Inoltre, la ricerca ha utilizzato solo i dati contenuti nei prospetti contabili di stato patrimoniale e conto economico, non disponendo dei bilanci in formato XBRL che avrebbero potuto consentire l'esame anche dei dati contenuti nella nota integrativa e non potendo usare i dati inclusi nel rendiconto finanziario per la loro pessima qualità, come descritto nel Capitolo 1. Infine, si deve tenere conto dei naturali limiti del bilancio di esercizio, documento che esprime solo il profilo economico-finanziario della gestione aziendale.
Al di là di queste limitazioni, emergono alcune indicazioni di fondo dalle 37.810 imprese incluse nel campione, che spiegano oltre il 66% dei ricavi complessivamente generati nel 2023 dell'intera popolazione di società di capitali, attive, non quotate, non finanziarie, non *IFRS adopter* e con bilanci disponibili nel triennio 2021-2023.

Reddito e patrimonio netto
Il campione di imprese indagato è molto profittevole, con una costante netta prevalenza di risultati positivi nel triennio anche quando scendono i ricavi: gli utili complessivi passano da 61 miliardi del 2021 agli 85 del 2023 e la percentuale delle imprese in utile è sempre molto alta, 87%. Anche nel 2023, in presenza di sensibile discesa dei ricavi, gli utili sono sempre cresciuti, a livello sia complessivo che mediano. Questi utili sono essenziali soprattutto per autofinanziarsi. Il 60% dell'utile è sempre trattenuto a riserva e permette alle imprese di rafforzarsi. Non meraviglia quindi che il capitale autogenerato sia ampiamente la componente principale di un patrimonio netto che nel triennio è sempre aumentato fino agli 850 miliardi del 2023, con una redditività che complessivamente è di circa il 10%. Le imprese sono anche molto solide, o almeno ben più solide patrimonialmente di quanto forse penseremmo comunemente. Sul totale del campione, il patrimonio netto pesa attorno al 44% del totale passivo per tutto il triennio, che rende difficile continuare a ripetere che le imprese italiane sono sottocapitalizzate.
Alla generazione di reddito pressoché omogenea nel campione non corrisponde però uguale distribuzione degli utili, quanto meno in termini mediani. Il 40% delle imprese in utile non distribuisce dividendi e almeno il 75% delle imprese che chiude in utile distribuisce dividendi inferiori a 2.000 euro, ossia ben poca cosa. È un dato che colpisce e che stride con la logica economica – aziendale dell'equa remunerazione dei proprietari per aver conferito i loro capitali. È questo un primo interrogativo di fondo che merita più mirate e future analisi. Ci si domanda infatti quale sia il ritorno per la proprietà in queste imprese.
Abbiamo in precedenza (cap. 6) ipotizzato alcune possibili cause più operative degli scarsi dividendi. Ma l'impressione di chi scrive è che incidano due fattori più reconditi. Il primo è il timore del futuro e la conseguente pressione a volersi tutelare con maggiori risorse senza aumentare la dipendenza dall'esterno, circostanza suffragata da altri riscontri della ricerca, come la riduzione del debito finanziario e la rilevante liquidità trattenuta (cap. 7). Un secondo possibile fattore coinvolge variabili dell'equazione personale dell'imprenditore. Trattandosi di imprese non quotate e quindi, per buona parte, con proprietà prevalentemente in mano ad una singola persona o al suo gruppo familiare, siamo sicuri che l'imprenditore, raggiunta una certa ricchezza personale, sia ancora interessato a prelevare risorse dalla società? Potrebbe forse ricercare nell'esercizio dell'impresa motivazioni diverse da quelle descritte nell'art. 2247 Cod. Civ., secondo il quale lo scopo della società consiste nella "divisione degli utili"? Questa prospettiva di analisi ci sembra un interessante percorso di ricerca per gli economisti aziendali, che richiede di dedicare all'imprenditore analoga attenzione dedicata alla sua azienda.
Alcune precauzioni ci sembrano tuttavia necessarie, a parziale correzione di quanto appena scritto, riguardo al processo di determinazione di reddito e capitale. La prima riguarda il cospicuo peso del capitale da valutazione sul patrimonio netto, conseguente alle rivalutazioni effettuate nel 2020-21. Ci sembra necessario

che tali rivalutazioni siano attentamente monitorate per salvaguardare l'attendibilità del dato patrimonio netto. La seconda precauzione concerne il processo di determinazione del reddito. Ad opinione di chi scrive, il ricorso a politiche di bilancio per mostrare utili è una minaccia ancora esistente. Vi sono casi di "piccolo utile" ben maggiori dei casi di "piccole perdite", differenza non proporzionale al rapporto tra imprese in utile e imprese in perdita. Se poi si osservano altri sintomi come il notevole ricorso alle capitalizzazioni (cap. 3) o il massiccio stanziamento di imposte anticipate (cap. 10), può sorgere la percezione che il risultato dell'esercizio nelle imprese del campione non necessariamente corrisponda al reddito prodotto nell'esercizio. La questione è ben studiata dagli studiosi di ragioneria e coinvolge operativamente la questione dell'efficacia dei controlli nelle società non quotate.

Capitale e finanziamenti

Il capitale investito aumenta sensibilmente nel triennio ma in prevalenza l'aumento è dato dall'espansione del capitale circolante, di cui si dirà in seguito. L'incremento del capitale è sostenuto per la parte principale dall'aumento del patrimonio netto, mentre il debito finanziario resta stabile nel triennio e il debito commerciale che nel 2023 scende un po' rispetto al 2022.

La struttura e la situazione finanziaria confermano l'impressione di solidità. La posizione finanziaria netta a lungo termine è negativa per il 45% delle imprese e per il 60% quella a breve temine. Il 17% delle imprese non ha debiti finanziari (zero leverage) e la liquidità supera sempre i debiti finanziari a breve termine.

Il capitale tecnico immobilizzato rileva però aumenti più ridotti, inferiori al 3%, ma sembra che la crescita della struttura avvenga prevalentemente per linee esterne, ossia acquisendo partecipazioni di controllo, piuttosto che acquistando direttamente impianti e attrezzature. Le partecipazioni di controllo nel triennio aumentano di 25 miliardi mentre le immobilizzazioni tecniche aumentano di 21 miliardi. Inoltre, sono sempre oltre 10 mila le imprese che possiedono almeno una partecipazione di controllo. Circa il rapporto tra dinamiche di crescita interne ed esterna torneremo più avanti, ma come aziendalisti dovremmo riflettere meglio sui motivi che rendono sempre più conveniente la crescita per acquisizioni di altre aziende rispetto alla crescita organica.

Più nel dettaglio, ci colpisce favorevolmente osservare che il 45% delle imprese possiede almeno un brevetto, per quanto tra le attività immateriali prevalga il peso dei marchi, pesantemente oggetto di rivalutazioni nel 2020 e nel 2021. Analogamente, è un dato positivo il ridotto ricorso alla possibilità di sospendere, parzialmente o totalmente gli ammortamenti confermato dalla normativa emergenziale post-Covid fino al bilancio dell'esercizio 2023.

Area operativa

L'analisi dell'area operativa ha mostrato interessanti dinamiche. Mentre nell'esercizio 2022 si evidenzia un rafforzamento di tutti gli indicatori di redditività, segno di un generalizzato superamento della crisi pandemica (forse anche grazie agli effetti sul tessuto economico del PNRR), nel 2023 si nota un arresto della crescita dei ricavi e un aumento del CCN operativo. Il valore aggiunto, però, è apparso decisamente più stabile negli esercizi considerati, con livelli percentuali di crescita sempre allineati al PIL e sempre superiori al tasso di inflazione.

In particolare, analizzando la dinamica di ricavi e valore aggiunto misurati in termini "reali", ovvero rideterminati al netto del tasso di inflazione rilevato nel medesimo periodo, abbiamo rilevato non solo la maggiore stabilità della crescita del valore aggiunto, bensì la presenza di una crescita maggiore del valore aggiunto nell'esercizio 2023 rispetto al 2022 (contrariamente alla dinamica dei ricavi).

Si osserva poi una redditività delle vendite (*return on sales*) inferiore al 6% in tutto il triennio, comunque in crescita dal 2021 al 2023 (di circa un punto percentuale). La redditività mediana delle vendite nel 2023 risulta sensibilmente superiore per le imprese con una crescita del fatturato tra il 2022 e il 2023 rispetto alle imprese con ricavi di vendita stabili o in calo, mostrando che, nella maggior parte dei casi, la crescita di marginalità non può essere considerata come indipendente da un percorso di crescita dell'azienda.

Coerentemente con la richiamata crescita del risultato ante imposte, per le aziende con reddito lordo positivo si osserva una crescita del *tax rate* effettivo, soprattutto per le imprese piccole e medie. Tale divario, per quanto contenuto, si mostra in aumento nel triennio analizzato.

Un aspetto non trascurabile, infine, meritano le imposte anticipate. Coerentemente con la situazione generale, negli anni 2021 e 2022 le imposte anticipate hanno assunto un peso rilevante, soprattutto nelle imprese in perdita. Appare opportuno, in taluni casi, sollevare qualche perplessità sulla corretta valutazione della capacità fiscale prospettica di queste aziende e, conseguentemente, prospettare un possibile utilizzo di tale voce quale strumento di politica di bilancio.

Percorsi di crescita

A questo punto è doveroso domandarsi se possa convenire per le aziende seguire percorsi di crescita dimensionale. La risposta è affermativa, posto che non è tanto la dimensione in assoluto a spiegare la maggiore marginalità (ROS) delle imprese, quanto piuttosto la crescita dei ricavi. Nel 2023, le aziende che hanno visto crescere i propri ricavi oltre il 20% rispetto all'esercizio 2022 hanno ottenuto una marginalità delle vendite doppia rispetto a quelle che non hanno ottenuto alcuna crescita in termini di ricavi.

Se la crescita appare un percorso privilegiato per la ricerca di marginalità, un secondo e conseguente interrogativo potrebbe riguardare il percorso preferibile. In altri termini, appare utile interrogarsi sui numeri analizzati per cercare di cogliere una preferenza per i percorsi di crescita per linee interne, centrati sugli investimenti su persone e strutture, ovvero su quei percorsi sicuramente più rapidi, ma non meno rischiosi, caratterizzati da acquisizioni e da *business combination*.

Sul punto occorre riepilogare alcuni numeri che appaiono interessanti. Per prima cosa la dinamica del personale. Si è osservata, nel triennio analizzato, una stagnazione del livello degli stipendi dei lavoratori dipendenti, che non sono apparsi adeguati al corrispondente aumento dell'inflazione. Il numero complessivo del personale assunto cresce leggermente, ma alcune aziende sembrano riuscire a migliorare la propria marginalità anche grazie a questo contenimento (in termini reali) di costi. Quanto alle immobilizzazioni, gli investimenti nel triennio indagato sono parsi in leggera crescita, ma per importi decisamente contenuti (nel triennio mediana pari a 1,5 mln per le grandi, 0,2 mln per le PMI). Cresce lievemente il numero di imprese con partecipazioni in controllate. L'analisi dell'avviamento, invece, ha rivelato una crescita lenta nel 2020, maggiore nel 2023 (2,3 mln in termini aggregati). Se consideriamo il peso delle aziende con avviamento, infine, notiamo che queste sono pari al 18% del nostro campione, percentuale sostanzialmente allineata al gruppo di aziende denominato "*performing scalers*", ovvero caratterizzate da una crescita costante dei ricavi e del reddito netto nel triennio.

Considerando congiuntamente quanto poc'anzi rilevato, sembra si possa affermare che nel triennio indagato la scelta della crescita per linee esterne possa aver portato benefici alle imprese.

Interessante osservare, allo stesso tempo, come un numero significativo di imprese (10% circa del nostro campione) presenti però una crescita costante del reddito netto nel triennio senza avere una corrispondente crescita dei ricavi (definite "*lean optimizers*"). Queste aziende sembrano focalizzate sulla ricerca dell'efficienza e non sulla crescita, anche se dalla ricerca è emersa la presenza di tutte le condizioni utili a sostenere possibili percorsi di crescita. La liquidità appare più che disponibile per le aziende e mediamente superiore ai debiti finanziari a breve termine. La struttura finanziaria delle aziende del campione è apparsa decisamente "prudente", con livelli di coverage positivi (rapporto ebitda/oneri finanziari aggregato maggiore di 8 nel 2023) e un grado di indebitamento complessivamente ridotto se si considera la posizione finanziaria netta. Resta da chiedersi perché molte aziende preferiscano una posizione di semplice ricerca di efficienza invece di percorrere percorsi di crescita per ricercare maggiore marginalità. Occorre estrema cautela sul punto e la risposta non può che richiedere ulteriori e più mirati approfondimenti. Ciò che è certo è che la questione è rilevante e dimostra complessivamente l'esistenza di una rischiosità percepita in grado di frenare la naturale spinta imprenditoriale. Per l'importanza del tema, esso sarà sicuramente oggetto di futuri approfondimenti.

Remunerazione del personale

I costi per la retribuzione del personale evidenziano nel triennio un livello e una tendenza tali da destare preoccupazioni rispetto al modello di impresa che emerge da questo studio, sottolineando l'urgenza della questione salariale nel nostro Paese. Tra i Paesi a economia avanzata del G20 l'Italia ha subito le peggiori perdite in termini assoluti di potere d'acquisto dei salari a partire dal 2008; nel nostro campione il costo per

stipendi mediano unitario raggiunge i 36 mila euro nel 2023 e gli stipendi reali sono in calo per l'intero triennio.
In una prospettiva economico aziendale, questi dati mettono in luce aspetti concreti e tangibili del rapporto tra l'impresa e i suoi lavoratori, a cui la Dottrina riconosce una posizione centrale rispetto agli altri fattori produttivi. L'andamento della retribuzione del lavoro umano pare contraddire nei fatti il principio generale dell'adeguata remunerazione dei fattori produttivi necessaria per il raggiungimento di un equilibrio economico a valere nel tempo. Non sembra infatti possibile ridurre l'adeguatezza della retribuzione al fatto che il dipendente prosegue, almeno nel breve termine, la collaborazione con l'impresa. Estendere la prospettiva al medio-lungo termine è indispensabile per dare sostanza al concetto di sostenibilità economica e sociale dell'impresa, ricordando che nel sistema dei portatori di interessi i dipendenti rappresentano stakeholder essenziali per la sopravvivenza e lo sviluppo aziendale.
Questo profilo merita ulteriori approfondimenti e dovrebbe essere un punto chiave nell'informativa di bilancio per la sua rilevanza economica, non solo in una rigida logica di contenimento dei costi, e sociale. Dati sulle retribuzioni per categoria, sul turnover e sulle differenze stipendiali tra generi e ruoli (es. il *pay gap* tra il CEO e gli altri dipendenti) sono semplici da determinare rispetto a sofisticate analisi di *stakeholder engagement*, e forse più interessanti e indicativi della sensibilità sociale delle imprese.
L'analisi avvalora l'idea che nel triennio sia stato salvaguardato il numero dei dipendenti più che la loro retribuzione. Il dato critico è che le retribuzioni più basse si concentrano nelle imprese con redditività positiva (ROA entro il 5%), il che solleva l'interrogativo se i risultati economici siano in larga parte il frutto del basso livello stipendiale. In sintesi, il costo del lavoro sembra percepito meramente come un componente negativo di reddito da minimizzare, con una lettura ancorata a una prospettiva contabile e bilancistica. Questo approccio è del tutto allineato alle reazioni positive dei mercati quando le società quotate (escluse da questo studio) annunciano tagli di personale. In un'economia avanzata con le tendenze demografiche del nostro Paese, poco attrattivo per i capitali ma soprattutto per i nostri giovani, una visione più strategica suggerirebbe che la remunerazione dei lavoratori è insieme un costo e un investimento essenziale per il futuro delle imprese.

GLOSSARIO

Termine	Definizione	Capitolo
Capitale “autogenerato”	Patrimonio netto (A Passivo patrimoniale) - Capitale “di apporto” – Capitale “da valutazione”	6
Capitale circolante netto commerciale	Crediti verso clienti (C.II.1 Attivo patrimoniale) + Rimanenze (C.I Attivo patrimoniale) – Debiti verso fornitori (D.7 Passivo patrimoniale)	7
Capitale “da valutazione”	Riserva di rivalutazione (A.III Passivo patrimoniale) + Riserva per valutazione di strumenti finanziari derivati di tipo *cash flow hedge* (A.VIII Passivo patrimoniale)	6
Capitale “di apporto”	Capitale sociale (A.I Passivo patrimoniale) + Riserva sovraprezzo (A.II Passivo patrimoniale) + Riserva negativa per acquisto azioni proprie (A.X Passivo patrimoniale)	6
Capitale tecnico	Immobilizzazioni immateriali + Immobilizzazioni materiali (lorde)	8
Consumi di materie	Costo di acquisto delle materie (B.6 Conto economico) - Variazione delle rimanenze (B.11 Conto economico)	5, 8
Costi esterni	Consumi di materie + Costi per servizi (B.7 Conto economico) + Costi per il godimento di beni di terzi (B.8 Conto economico)	5
Costi fissi	Costi della Produzione (B Conto economico) – Costi Variabili	5
Costi non monetari	Ammortamenti e altre svalutazioni (B.10 Conto economico) + Accantonamenti per rischi (B.12 Conto economico) + Altri accantonamenti (B.13 Conto economico)	5
Costi variabili	Consumi di materie + Costi per servizi (B.7 Conto economico)	5
Costo d’uso della struttura	Costi per godimento di beni di terzi (B.8 Conto economico) + Ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni tecniche (B.10.a+B.10.b+B.10.c Conto economico)	8
Costo del debito	Oneri finanziari (C.17 Conto economico) / Debiti verso banche a inizio anno (D.4 Passivo patrimoniale)	7
Debiti finanziari	Obbligazioni (D.1 Passivo patrimoniale) + Obbligazioni convertibili (D.2 Passivo patrimoniale) + Debiti verso soci per finanziamenti (D.3 Passivo patrimoniale) + Debiti verso banche (D.4 Passivo patrimoniale) + Debiti verso altri finanziatori (D.5 Passivo patrimoniale)	7
Debiti finanziari a breve	Debiti finanziari in scadenza entro i 12 mesi	7
Debiti finanziari a medio-lungo	Debiti finanziari in scadenza oltre i 12 mesi	7
Disinvestimenti (anno X)	Saldo negativo degli investimenti netti in partecipazioni (anno X)	4
DSCR	(EBITDA – Variazione capitale circolante netto commerciale) / Debiti finanziari a breve	7
DSCR_disp	(Disponibilità liquide iniziali da C.IV Attivo patrimoniale + EBITDA – variazione capitale circolante netto commerciale) / Debiti finanziari a breve	7
Durata dei crediti al lordo IVA	(Crediti verso clienti) / [(Ricavi delle vendite e delle prestazioni – A.1 Conto economico) + (Altri ricavi e proventi – A.5 Conto economico)] * 365	5
Durata dei debiti al lordo IVA	Debiti verso fornitori (D.7 Passivo patrimoniale) / (acquisiti materie prime (B.6 CE) + costi per servizi (B.7 CE) + godimento beni di terzi (B.8 CE)) x 365	5, 7
Durata del magazzino	Giacenza media magazzino materie (gg) +Giacenza media magazzino produzione (gg)	5
EBITDA	Risultato operativo + Ammortamenti e svalutazioni (B.10 Conto economico)	5, 7

Flusso di Capitale Circolante Netto Operativo	Risultato economico d'esercizio + Costi non monetari + Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni (A.4 Conto economico)	5
Fonti a medio-lungo termine	Patrimonio netto (A Passivo patrimoniale) + Debiti finanziari a medio-lungo	7
Giacenza media magazzino materie (gg)	[Rimanenze di materie prime sussidiarie di consumo - C.I.1 Attivo patrimoniale) / Consumo di materie (B.6 + B.11 Conto economico)] *365	5
Giacenza media magazzino produzione (gg)	[(Rimanenze prodotti in corso di lavorazione e semilavorati - C.I.2 Attivo patrimoniale + Rimanenze di prodotti finiti e merci - C.I.4 Attivo patrimoniale) / Costo del venduto] * 365	5
GUO – *global ultimate owner*	Soggetto (persona fisica o giuridica) che detiene direttamente o indirettamente almeno il 50,01% delle azioni o quote di una società; è impiegato nell'analisi per indicare il livello più alto del controllo esercitato sull'impresa	4
Immobilizzazioni tecniche	Immobilizzazioni immateriali (B.I Attivo patrimoniale) + immobilizzazioni materiali (B.II Attivo patrimoniale)	3, 7
Impatto delle partecipazioni a Conto economico	Proventi da partecipazioni (C.15 Conto economico) + Rivalutazioni partecipazioni (D.18.a Conto economico) – Svalutazioni partecipazioni (D.19.a Conto economico)	4
Imprese che operano su commessa	Imprese che nel 2023 presentavano il valore della variazione dei lavori in corso su ordinazione (A.3 Conto economico) diverso da 0	5
Indice di indipendenza finanziaria	Patrimonio netto (A. Passivo patrimoniale) / Totale Passivo patrimoniale	11
Indipendenza alta	Connota una società la cui proprietà è caratterizzata da azionisti/detentori di quote registrati noti nessuno dei quali ha più del 25% della proprietà diretta o totale delle azioni/quote; corrisponde all'indicatore di Indipendenza A di AIDA	4
Indipendenza bassa	Connota una società la cui proprietà è caratterizzata da un azionista/detentore di quote con proprietà diretta di oltre il 50%; corrisponde all'indicatore di Indipendenza D di AIDA	4
Indipendenza media	Connota una società la cui proprietà è caratterizzata da azionisti/detentori di quote registrati noti nessuno dei quali ha proprietà diretta o totale delle azioni/quote inferiore al 26% e nessuno di essi detiene comunque proprietà diretta di oltre il 50%; corrisponde all'indicatore di Indipendenza B o C di AIDA	4
Indice di Produttività delle materie prime, sussidiarie di consumo e merci in relazione al valore della produzione	Consumi di materie / Valore della produzione (A Conto economico)	5
Indice di Produttività dei costi esterni in relazione al valore della produzione	Costi esterni / Totale del Valore della produzione (A Conto economico)	5
Investimenti (anno X)	Saldo positivo degli investimenti netti in partecipazioni (anno X)	4
Investimenti netti in partecipazioni (anno X)	Totale partecipazioni anno X (B.III.1 + C.III. da 1 a 4, Attivo patrimoniale anno X) – Totale partecipazioni anno X-1 (B.III.1 + C.III. Da 1 a 4, Attivo patrimoniale anno X-1) – Rivalutazioni partecipazioni anno X (D.18.a Conto economico) + Svalutazioni partecipazioni anno X (D.19.a Conto economico)	4
Investimenti tecnologici	Costi di sviluppo capitalizzati (B.I.2 Attivo patrimoniale) + Diritti di brevetto industriale e di utilizzazione di opere dell'ingegno (B.I.3 Attivo patrimoniale)	3

Leva operativa	Costi fissi / Costi variabili	5
Partecipazioni circolanti	Partecipazioni in imprese controllate (C.III.1 Attivo patrimoniale) + Partecipazioni in imprese collegate (C.III.2 Attivo patrimoniale) + Partecipazioni in imprese controllanti (C.III.3 Attivo patrimoniale)	7
Patrimonio immobiliare	Terreni e fabbricati (B.II.1 Attivo patrimoniale)	3
Patrimonio tecnico	Impianti e macchinari (B.II.2 Attivo patrimoniale) + Attrezzature industriali e commerciali (B.II.3 Attivo patrimoniale) + Altri beni (B.II.4 Attivo patrimoniale) + Immobilizzazioni in corso e acconti (B.II.5 Attivo patrimoniale)	3
Posizione finanziaria netta	Debiti finanziari - Disponibilità liquide (C.IV Attivo patrimoniale)	7
Posizione finanziaria netta a breve	Debiti finanziari a breve - Disponibilità liquide (C.IV Attivo patrimoniale)	7
Posizione fiscale e contributiva netta	Debiti tributari (D.12 Passivo patrimoniale) + Fondo per imposte, anche differite (B.2 Passivo patrimoniale) +Debiti previdenziali (D.13 Passivo patrimoniale) - Crediti tributari (II.5bis Attivo patrimoniale) - Crediti per imposte anticipate (II.5ter Attivo patrimoniale)	10
Posizione fiscale netta	Debiti tributari (D.12 Passivo patrimoniale) + Fondo per imposte, anche differite (B.2 Passivo patrimoniale) - Crediti tributari (C.II.5bis Attivo patrimoniale) - Crediti per imposte anticipate (C.II.5ter Attivo patrimoniale)	10
Posizione tributaria netta	Debiti tributari (D.12 Passivo patrimoniale) – Crediti tributari (C.II.5bis Attivo patrimoniale)	10
Prestiti obbligazionari	Obbligazioni (D.1 Passivo patrimoniale) + Obbligazioni convertibili (D.2 Passivo patrimoniale)	7
Risultato civilistico lordo	Risultato prima delle imposte	10
Risultato globale lordo	Risultato prima delle imposte	10
Risultato lordo	Risultato prima delle imposte – Impatto delle partecipazioni a Conto economico	4
Risultato operativo	Valore della Produzione (A Conto economico) – Costi della produzione (B Conto economico)	5
Ritorno sul capitale investito in partecipazioni	Proventi da partecipazioni (C.15 Conto Economico) / Totale delle partecipazioni (B.III.1 + C.III. Da 1 a 4, Attivo patrimoniale)	4
ROE – *Return on equity*	Risultato economico (21 Conto Economico) / Patrimonio netto (A Passivo patrimoniale)	11
ROI 'corretto'	Risultato operativo / (Totale Attivo patrimoniale - Totale delle partecipazioni, cioè B.III.1 + C.III. Da 1 a 4, Attivo Patrimoniale)	4
ROI lordo - *Return on investments* lordo	Risultato operativo / Totale Attivo patrimoniale x 100	5
ROI netto - *Return on investments* su investimenti netti	Risultato operativo / (Patrimonio netto + Debiti finanziari tranne le Obbligazioni convertibili - D.2 Passivo patrimoniale) x 100	7
ROS – *Return on sales*	Reddito operativo / (Ricavi delle vendite e delle prestazioni - A.1 Conto economico + Altri ricavi e proventi - A.5 Conto economico)	5
Rotazione del capitale investito	(Ricavi delle vendite e delle prestazioni - A.1 Conto economico + Altri ricavi e proventi - A.5 Conto economico) / Totale Attivo patrimoniale	5
Rotazione delle partecipazioni	Totale delle partecipazioni circolanti (C.III. Da 1 a 4 Attivo patrimoniale) / Totale delle partecipazioni immobilizzate (B.III.1 Attivo patrimoniale)	4
Imprese giovani	Imprese con età inferiore a 5 anni dalla data di costituzione	11
Imprese in fase di sviluppo	Imprese con età maggiore o uguale a 5 anni ed inferiore a 10 anni dalla data di costituzione	11

Imprese longeve	Imprese con età maggiore o uguale a 50 anni	11
Imprese mature	Imprese con età maggiore o uguale a 10 anni ed inferiore a 50 anni dalla data di costituzione	11
Tax rate	Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate (20 Conto economico) / Risultato prima delle imposte	10
Titoli del circolante	Altri titoli (C.III.6 Attivo patrimoniale)	7
Valore aggiunto	Valore della produzione (A Conto economico) – Costi esterni. Fonte: documento "Relazione sulla gestione" redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili e Confindustria (2018)	5, 8

BIBLIOGRAFIA

Amaduzzi A. (1957). *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*. Editrice Viscontea, Milano.

Banca d'Italia (2024). L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali. Roma, Banca d'Italia. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2024/2024-0022/2422-eco-regioni.pdf

Beaver W., McNichols M., Nelson K. (2007). An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions. *Review of Accounting Studies*, 12 (4), pp. 525–56.

Bessler W., Drobetz W., Haller R., Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, *23*, pp. 196-221.

Burgstahler D., Dichev I. (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1 (December), pp. 99–126.

Burgstahler D., Eames M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprise. *Journal of Business Finance and Accounting,* 33 (5–6), pp. 633–52.

Calabrese E. (2024). Demografia d'impresa, ecco i numeri del 2023 su mortalità e natalità delle società italiane, in *Il sole 24 Ore* (6 febbraio 2024). Risorsa disponibile al seguente link: https://www.infodata.ilsole24ore.com/2024/02/06/demografia-dimpresa-ecco-i-numeri-del-2023-su-mortalita-e-natalita-delle-societa-italiane/

Carslaw C. (1988). Anomalies in income numbers: Evidence of goal oriented behavior. *The Accounting Review,* 63 (2), pp. 321–7.

Cassa Depositi e Prestiti (2020). Annual Review, 2019. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP_Annual-Review-2019_ITA.pdf

Catturi G. (1972). l valore aggiunto come grandezza tipica dell'impresa contemporanea: sue caratteristiche economiche e contabili. Studi Senesi, III serie, fasc. 2, Siena.

Centro Studi Confindustria (2024). Indagine Confindustria sul lavoro del 2024. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.confindustria.it/home/centro-studi/temi-di-ricerca/valutazione-delle-politiche-pubbliche/dettaglio/indagine-lavoro-2024

Columba F., Orlando T., Palazzo F., Parlapiano F. (2022). The features of capital increases by Italian corporates. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) - Bank of Italy and the Eurosystem, Number 709, July. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0709/QEF_709_22.pdf?language_id=1

Confesercenti, dossier "Commercio e servizi: le oasi nei centri urbani", Roma, 24 ottobre 2024.

Confindustria, Cerved (2023). Il Rapporto Regionale PMI 2023. Roma, Confindustria Servizi. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.confindustria.it/wcm/connect/9bcf45e7-5aae-4e44-a23d-c74c04a1d318/Rapporto+Regionale+PMI+2023.pdf?MOD=AJPERES

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, Confindustria (2018). Relazione sulla gestione, giugno. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.confindustria.it/wcm/connect/4e843354-616b-4ecb-8839-01bf2e006cd4/CNDCEC+-+CONFINDUSTRIA+-+LINEE+GUIDA+RELAZIONE+SULLA+GESTIONE+-+2018.pdf?MOD=AJPERES

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2019). Crisi d'Impresa. Gli indici dell'allerta. CNDCEC, Roma. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.osservatorio-insolvenza.it/wp-content/uploads/2021/12/Documento-CNDCEC-20-ottobre-2019-Crisi-dimpresa-Indici-dellallerta-1.pdf

Conti M. (2024). *La Liguria è (ancora) una regione del Nord? Capire la Liguria per capire l'Italia*. Erga Edizioni, Genova.

Dang V.A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, pp. 189-202.

Daske H., Gebhardt G., McLeay S. (2006). The distribution of earnings relative to targets in the European Union. *Accounting and Business Research*, 36 (3), pp. 137–67.

Dechow P., Richardson S., Tuna I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies,* 8 (2), pp. 355–84.

Devos E., Dhillon U., Jagannathan M., Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered?. *Journal of Corporate Finance*, *18*(3), pp. 664-682.
Di Fabio C., Roncagliolo E., Simoni L. (2023). Le deroghe contabili nel contesto dell'emergenza COVID-19: prime evidenze empiriche. *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1, p. 1-21.
Eeckhout J. (2021), *The profit paradox. How thriving firms threaten the future of work,* Princeton University Press.
Ferrero G. (1984). *Il controllo finanziario nelle imprese. Strumenti del controllo di sintesi*. Giuffré, Milano.
Ferrero G. (1987). *Impresa e management* (2 ed.). Giuffrè, Milano.
Fischetti A., Gabrielli C. (2023). Vecchie e resistenti. *Milano Finanza* (15 luglio 2023).
Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti (2024). Osservatorio dei Bilanci delle società di capitale. 19 marzo 2024. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1758
Gabrovec Mei O. (1984). *Il valore aggiunto dell'impresa*. Libreria Goliardica, Trieste.
Gallup (2024), State of the global workplace. 2024 report. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.gallup.com/workplace/349484/state-of-the-global-workplace.aspx
Gambacorta L., Tsatsaronis K., Yang J. (2014). Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review*, March 2014, pp. 21-35.
Garnero A., Mania R. (2025). *La questione salariale*. Egea, Milano.
Giannessi E. (1970). *Appunti di Economia Aziendale*.
Giunta F. (2022). *Economia Aziendale*. Wolters Kluwer, Milano.
Giunta F., Pisani M. (2016). *L'analisi di bilancio*. Maggioli editore, Rimini.
INPS (2024). XXIII Rapporto annuale, settembre 2024. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.inps.it/it/it/dati-e-bilanci/rapporti-annuali/xxiii-rapporto-annuale.html
ISTAT (2021). *RAPPORTO SULLE IMPRESE 2021 - struttura, comportamenti e performance dal censimento permanente.* Risorsa disponibile al seguente link: istat.it/storage/rapporti-tematici/imprese2021/Rapportoimprese2021.pdf ISBN: 978-88-458-2068-7
ISTAT (2025). Indicatori demografici. Anno 2024. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.istat.it/wp-content/uploads/2025/03/Indicatori_demografici_2024.pdf
Korteweg A. (2010). The net benefits to leverage. *The Journal of Finance*, *65*(6), pp. 2137-2170.
Lank A. (2001). Determinants of the longevity of the family business, presented at the 12th Annual World Conference of the Family Business Network, Roma.
Lefebvre V. (2021). Zero-debt capital structure and the firm life cycle: empirical evidence from privately held SMEs. *Venture Capital*, *23*(4), pp. 371-387.
Lepore A. (2012). Il divario Nord-Sud dalle origini a oggi. Evoluzione storica e profili economici. *Rivista economica del Mezzogiorno*, n.3.
LIUC Business School (2022). Private Equity Monitor – PEM®: Rapporto 2022, LIUC Università Cattaneo. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.liucbs.it/osservatori/private-equity-monitor-pem
LIUC Business School (2023). Private Equity Monitor – PEM®: Rapporto 2023, LIUC Università Cattaneo. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.liucbs.it/osservatori/private-equity-monitor-pem
LIUC Business School & AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (2023). Venture Capital Monitor – VeMTM: Rapporto Italia 2023. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=x86aVQX1775hu2MT3sl50U7q98J7g3
Luo H., Liu I., Tripathy N. (2021). A study on firms with negative book value of equity. *International Review of Finance*, *21*(1), pp. 145-182.
Marchi L., Paolini A. Quagli A. (1995). *Strumenti di analisi gestionale*, 2° edizione. Giappichelli, Torino.
Masini C. (1979). *Lavoro e risparmio* (2a edizione). UTET, Torino.
Mediobanca (2023). Le Principali Società Italiane, 58ma edizione, Ottobre 2023. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.areastudimediobanca.com/it/product/le-principali-societa-italiane-2023
Mediobanca, Unioncamere, Centro Studi delle Camere di Commercio G. Tagliacarne (2024). *Le medie imprese industriali italiane* (2013-2022). Risorsa disponibile al seguente link: https://www.areastudimediobanca.com/it/product/le-medie-imprese-industriali-italiane-2013-

2022#:~:text=Il%20periodo%20considerato%20%C3%A8%20il%20decennio%202013-2022%2C%20con,Est%2C%20del%20Centro%20e%20del%20Sud%20e%20Isole
MIMIT (2024). Made in Italy 2030 - Libro verde per una nuova strategia di politica industriale per l'Italia, Ministero delle Imprese e del Made in Italy. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.mimit.gov.it/images/stories/documenti/allegati/Libro_verde_finale_2_2.pdf
Ministero delle Imprese e del Made in Italy (2024). Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e le policy a sostegno di Startup e PMI innovative.
Ministero dello Sviluppo Economico (2019). Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di startup e PMI innovative.
Ministero dello Sviluppo Economico - Direzione Generale per la Politica Industriale, l'Innovazione e le PMI (2020). La strategia nazionale per le startup e le PMI innovative – scheda di sintesi, (ottobre)
Ministero dello Sviluppo Economico, Direzione Generale per la Politica Industriale l'Innovazione e le PMI (2020). DL "Rilancio": gli interventi a favore delle startup e PMI innovative (maggio)
Myers S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, *39*, pp. 575-592.
Myers S.C., Majluf N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, *13*, pp. 187-221.
Muscarà C., Scaramellini G., e Talia I. (2011). *Tante italie una Italia. Dinamiche territoriali e identitarie*. FrancoAngeli, Milano.
Network per la valorizzazione della ricerca - Netval (2024). *XIX Rapporto* –Ancora a due velocità. Risorsa disponibile al seguente link: https://netval.it/rapporti-netval/rapporto-netval-2024/
Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL) (2025). Rapporto mondiale sui salari 2024-2025. Le tendenze dei salari e delle diseguaglianze salariali in Italia e nel mondo. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.ilo.org/it/publications/rapporto-mondiale-sui-salari-2024-25-le-tendenze-dei-salari-e-delle
Panetta F. (2024). Eppur si muove: l'economia del Mezzogiorno dopo la crisi, intervento al convegno In viaggio con la Banca d'Italia. Il polso dell'economia: il Mezzogiorno, Catania. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2024/Panetta-2024.09.19.pdf
Perrotta C., Sunna C. (2012). *L'arretratezza del Mezzogiorno. Le idee, l'economia, la storia*. Bruno Mondadori, Milano.
Pitingaro S., Corsini S. (2022). I contratti di rete: una lettura per macroarea geografica, in *"Osservatorio Nazionale sulle reti d'impresa 2022"*, (a cura di) Cabisogiu Anna, Venezia, Edizioni Ca'Foscari. Risorsa disponibile al seguente link: https://edizionicafoscari.unive.it/en/edizioni/libri/978-88-6969-664-0/
Quagli A. (2014). Il metodo del patrimonio netto nella valutazione di partecipazioni con il nuovo OIC 17. *Amministrazione & Finanza*, 10, pp. 18-30.
Quagli A. (2021a). Deroghe contabili emergenziali: le imprese hanno scelto secondo convenienza, *IPSOA Quotidiano*.
Quagli A. (2021b), Dalla sostenibilità al social benefit account: un'idea da sperimentare, IPSOA, Quotidiano. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2021/09/11/sostenibilita-social-benefit-account-idea-sperimentare
Quagli A. (a cura di) (2023). *L'interesse nazionale nell'economia delle aziende*. Franco Angeli, Milano.
Quagli A. (2025). *Bilancio d'esercizio e principi contabili*, XII edizione. Giappichelli, Torino.
Quagli A., Avallone F., D'Alauro G. (2020). *Risultato aziendale e dichiarazioni fiscali*. Giappichelli, Torino.
Quagli A., Avallone F., Ramassa P., Di Fabio C., Roncagliolo E., Simoni L. (2022*). Il ricorso alle deroghe contabili nel contesto pandemico: evidenze dai bilanci OIC 2020*. Risorsa disponibile al seguente link: https://osservatoriosuibilanci.it/wp-content/uploads/2022/12/Il-Ricorso-alle-Deroghe-Contabili-nel-Contesto-Pandemico_Evidenze-dai-Bilanci-OIC-2020-1.pdf p. 1-49. ISBN: 978-88-946669-5-3
Quagli A., Sura A. (2024). Il patrimonio netto nei bilanci del triennio 2019-2021. *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, *124*(1-2-3-4), pp. 93-106.
Repore M. (2023). PNRR, un'analisi dell'avanzamento e l'impatto sulle aziende. *APREmagazine - Rivista d'informazione sulla ricerca e l'innovazione europea*, 22

Rusconi G., Dorigatti M. (2004). *La responsabilità sociale d'impresa*. Franco Angeli, Milano.

Saona P., San-Martin P., Vallelado E. (2024). The zero-debt puzzle in BRICS countries: Disentangling the financial flexibility and financial constraints hypotheses. *Emerging Markets Review*, *61*, 101163.

Sardo F., Serrasqueiro Z., Armada M.R. (2024). Is the zero-leverage policy a persistent phenomenon? Evidence from Portuguese SMEs. *Research in International Business and Finance*, *69*, 102271.

Sicca L.M. (2017). Prefazione, in "Il mestiere di crescere. Strategie e performance delle medie imprese del Mezzogiorno", (a cura di) Izzo Francesco. Editoriale Scientifica, Napoli.

Simintzi E., Vig V., Volpin P. (2015). Labor protection and leverage. *The Review of Financial Studies*, *28*(2), pp. 561-591.

Strebulaev I.A., Yang B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, *109*(1), pp. 1-23.

The European House – Ambrosetti (2023). Osservatorio Corporate Governance, 19° edizione, Milano. Risorsa disponibile al seguente link: https://www.ambrosetti.eu/site/get-media/?type=doc&id=19370&doc_player=1

Ufficio Parlamentare di Bilancio (2024). *Rapporto sulla politica di bilancio* 2024, Roma.

UIBM - Dipartimento Mercato e Tutela Direzione Generale per la Proprietà Industriale Ufficio Italiano Brevetti e Marchi Divisione V – Brevetti. (2024). *Report attività brevettuali. Anno 2023*. Risorsa disponibile al seguente link: https://uibm.mise.gov.it/images/Report/Report_brevettuali_2023.pdf

ISBN: 978-88-946669-8-4