

GESTIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE E CREAZIONE DI VALORE

NELLE AZIENDE TOSCANE DEL SISTEMA MODA

M. Bonacchi
(Università di Napoli “Parthenope”)

F. Cipollini
(Università di Firenze)

G. M. Gallo
(Università di Firenze)

- Bozza preliminare non citare senza il consenso degli autori -

1. Introduzione	1
2. Il campione di aziende analizzato	2
3. Il capitale circolante nell’economia delle imprese	3
4. Il “peso” del Capitale Circolante	3
5. L’effetto del Capitale Circolante sulla redditività	5
6. Il finanziamento del capitale circolante	6
7. Conclusioni	7
Riferimenti Bibliografici.....	8

1. Introduzione

La capacità di creare valore è spesso da mettere in relazione alla presenza di vantaggi competitivi durevoli in processi quali la R&S, la Produzione, il Marketing. Solitamente, tali vantaggi si concretizzano in margini di profitto superiori rispetto a quelli della concorrenza; tuttavia, la massimizzazione della redditività è perseguibile anche minimizzando, *ceteris paribus*, i capitali investiti. Tradizionalmente, nell’analisi degli investimenti si tende a distinguere fra investimenti in capitale fisso e quelli nel capitale circolante. Tale distinzione ha senso, poiché diversa è la natura del fabbisogno finanziario da essi generato: non modificabile per la struttura (almeno nel breve termine); variabile per quanto riguarda il capitale circolante.

Nel tempo, per l’economia delle aziende, in generale, e delle Piccole e Medie Imprese, in particolare, ha assunto sempre più rilevanza il tema della gestione del Capitale Circolante Netto commerciale (CCNc), ossia di quella parte del capitale funzionale ai processi di acquisto-trasformazione-vendita che, come tale, è modificabile sulla base delle scelte inerenti la quotidiana attività dell’imprenditore. E’ un tema questo, che, pur avendo ricevuto molta attenzione in letteratura (Verlyn and Eugene, 1980; James and Jesus, 1985; Gentry *et al.*, 1990; Canovi, 1991; Brugger, 1993; Massari, 1993; Goldstein, 1994; Shin and Soenen, 1998; Jane and Claire Kamm, 1999; Jeng-Ren *et al.*, 2006; Bauer, 2007; Giunta, 2007; Teruel and Solano, 2007), spesso, soprattutto nel nostro paese, non è stato adeguatamente sostenuto da analisi empiriche che ne facessero percepire la reale *magnitudo*. A conferma dell’importanza che il capitale circolante riveste nell’economia delle PMI,

si pensi che nel campione di aziende analizzato in questo lavoro, il CCNc raggiunge nel 2006 il 78% del capitale investito nell'area operativa della gestione. In altre parole, i due terzi del fabbisogno finanziario sono costituiti dai capitali necessari per concedere le dilazioni ai clienti e per trasformare la materia prima in prodotto finito, il tutto al netto delle dilazioni concesse dai fornitori. È un fabbisogno che deve trovare copertura in finanziamenti sempre più onerosi se teniamo conto che, a partire dal 2005, i tassi di interesse in Europa hanno registrato un ininterrotto trend al rialzo.

La gestione del capitale circolante, dunque, è una via da percorrere con il duplice obiettivo di:

- a. rendere più efficienti i capitali investiti in azienda, comprimendo nei limiti ritenuti economicamente realizzabili il fabbisogno finanziario legato al ciclo operativo, che come già evidenziato è l'unico comprimibile nel breve termine;
- b. ricercare le fonti di finanziamento meno onerose per la copertura di tale fabbisogno.

Gli obiettivi sopra richiamati fanno parte di quello che la finanza aziendale identifica come gestione del capitale circolante. Si tratta di una leva strategica che le grandi imprese da sempre utilizzano per rendere più efficiente la gestione dell'azienda nel suo complesso, ma che, oggi più che mai, appare cruciale anche per quelle PMI che vogliono restare competitive in contesti globalizzati e turbolenti: si pensi, in particolare, alle aziende che operano nel settore moda della nostra regione.

2. Il campione di aziende analizzato

Per ricostruire le dinamiche del capitale circolante e il suo impatto sulla creazione di valore per le imprese toscane del sistema moda, sono stati analizzati i dati di bilancio di un campione chiuso costituito da 582 società di capitale con sede nella regione Toscana, operanti nei settori Tessile (ATECO 17); Confezioni Abbigliamento (ATECO 18); Pelle, cuoio e calzature (ATECO 19), nel periodo 2002-2006. Il periodo di tempo esaminato è di cinque anni (2002 al 2006). La Tavola 2.1 fornisce alcune informazioni sulla morfologia del campione. I dati relativi a queste aziende, sui quali è stata effettuata l'analisi, sono stati estratti dalla banca dati AIDA.¹

Tavola 2.1 – La numerosità del campione di aziende analizzato per classi di fatturato

Sistema Moda	Fino a 5 mln di euro	Da 5 a 10 mln di euro	Da 10 a 50 mln di euro	Totale
Industrie tessili	132	77	92	301
Confezioni-abbigliamento	27	18	24	69
Pelle, cuoio e calzature	74	66	72	212
Totale	233	161	188	582

La classificazione si riferisce al fatturato relativo al 2006.

¹ AIDA è una banca dati contenente informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su oltre 600.000 società di capitale che operano in Italia. La fonte originaria dei dati è rappresentata dal bilancio depositato dall'impresa presso la Camera di Commercio che viene acquisito direttamente da InfoCamere. Per maggiori informazioni si consulti <<http://www.bvdep.com/AIDA.html>>.

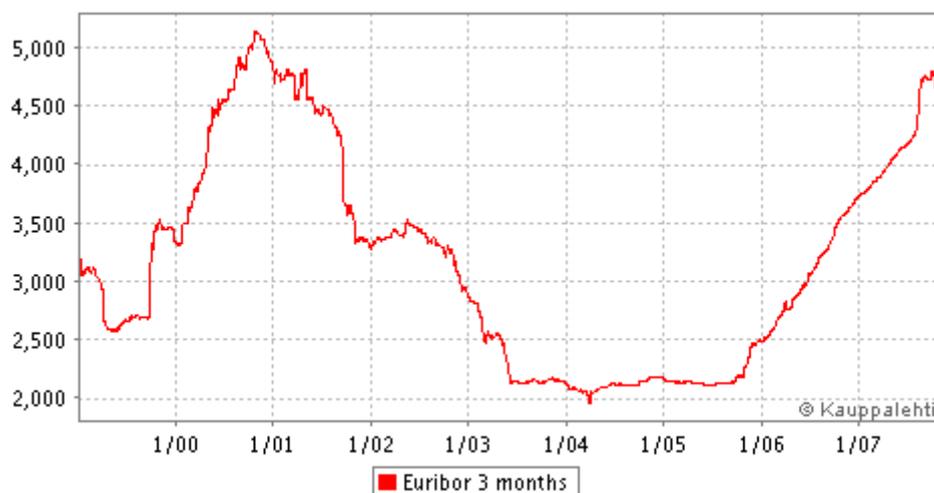
3. Il capitale circolante nell'economia delle imprese

L'efficiente gestione del capitale circolante è una delle componenti delle strategie volte alla creazione di valore per gli azionisti, in quanto consente di minimizzare il capitale investito e, pertanto, di liberare risorse per altri investimenti o per la riduzione del debito contratto verso i finanziatori a titolo oneroso.

Il CCNc rappresenta il fabbisogno finanziario netto derivante dal ciclo operativo. Esso è funzione del tempo medio che intercorre dal momento dell'acquisto dei fattori produttivi impiegati nel ciclo al momento dell'incasso monetario delle vendite dei prodotti ottenuti (durata del ciclo attivo) al netto del tempo medio che intercorre dal momento dell'acquisto dei fattori produttivi impiegati nel ciclo al momento del pagamento monetario di tali fattori (durata del ciclo passivo).

Un'oculata gestione delle dinamiche di incasso crediti, tempi di giacenza delle merci in magazzino e dilazioni ottenute dai fornitori ha un rilevante impatto sulla liquidità aziendale e sulla redditività dell'azienda soprattutto in momenti, come quello che stiamo attraversando, in cui i tassi sui finanziamenti sono in crescita (tavola 3.1), spingendo verso l'alto il costo del capitale delle imprese.

Tavola 3.1 – L'andamento dei tassi di interesse



Fonte: <http://www.kauppalehti.fi/>

4. Il “peso” del Capitale Circolante

Il campione analizzato si caratterizza per un “peso” del CCNc che supera i due terzi del capitale investito, con un aumento nel periodo preso in esame di 4 punti percentuali, nonostante un volume di affari in calo di oltre il 6% (Tavola 4.1).² Il segnale più forte della difficoltà di gestire il fabbisogno finanziario generato dal ciclo operativo della gestione è proprio da rintracciare nel rapporto CCNc/Fatturato (aliquota di circolante) che si incrementa di circa il 26%. È un segnale inequivocabile della “fatica” con la quale le imprese fronteggiano la competizione nel tentativo di mantenere le proprie quote di mercato (Tavola 4.2).

² È opportuno precisare come questo dato non sia generalizzabile ad altri settori in quanto influenzato dalle peculiarità del settore Moda, settore tipicamente caratterizzato da un ridotto capitale fisso a causa delle lavorazioni affidate abitualmente a terzisti.

Tavola 4.1 – Lo stato patrimoniale aggregato

Sistema Moda (582 aziende)	2002	2003	2004	2005	2006
Capitale Circolante Netto commerciale	75%	76%	77%	77%	78%
Investimenti strutturali netti	25%	24%	23%	23%	22%
Capitale Operativo Investito Netto	100%	100%	100%	100%	100%
Posizione Finanziaria Netta	44%	43%	41%	42%	44%
Patrimonio Netto	56%	57%	59%	58%	56%
Capitale Raccolto	100%	100%	100%	100%	100%

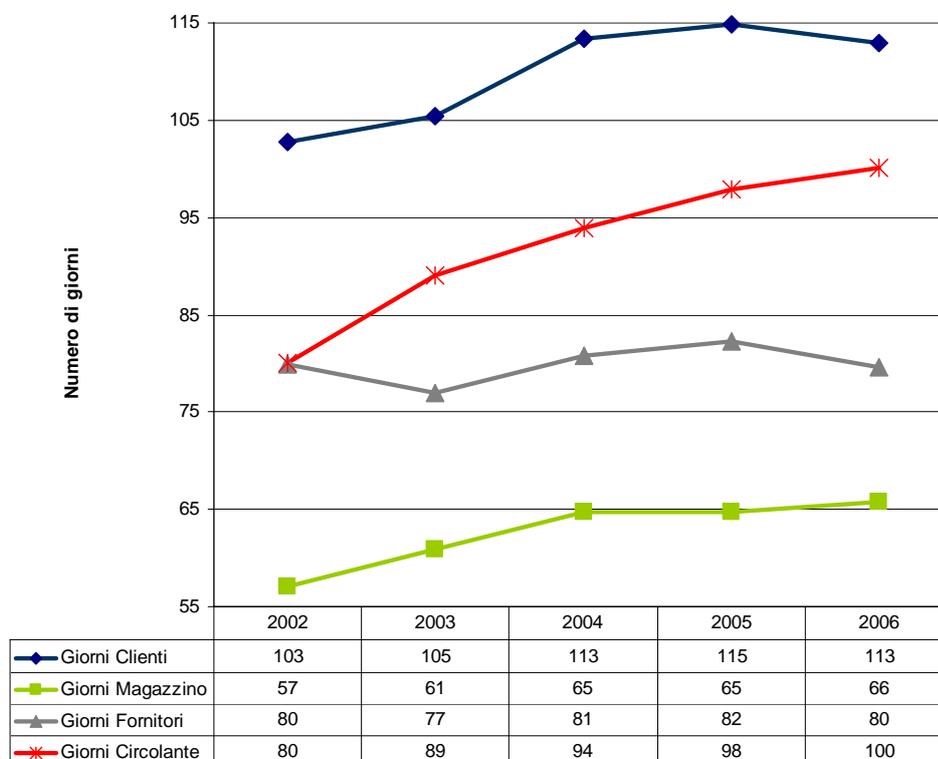
Tavola 4.2 – Lo sviluppo del Fatturato e l'aliquota di circolante

Sistema Moda (582 aziende)	2002	2003	2004	2005	2006
Numero Indice Ricavi (base 2002)	100,00	91,16	89,13	89,11	93,97
CCNc/Fatturato	22,25%	24,76%	26,11%	27,18%	27,79%

I valori riportati in tabella si riferiscono ai valori mediani del campione di aziende considerato

Guardando alle componenti del CCNc si nota come le cause dell'incremento siano da ascrivere in particolar modo all'allungamento dei tempi di riscossione nei confronti dei clienti e al maggior periodo di giacenza delle scorte (Tavola 4.3).

Tavola 4.3 – La durata del ciclo operativo



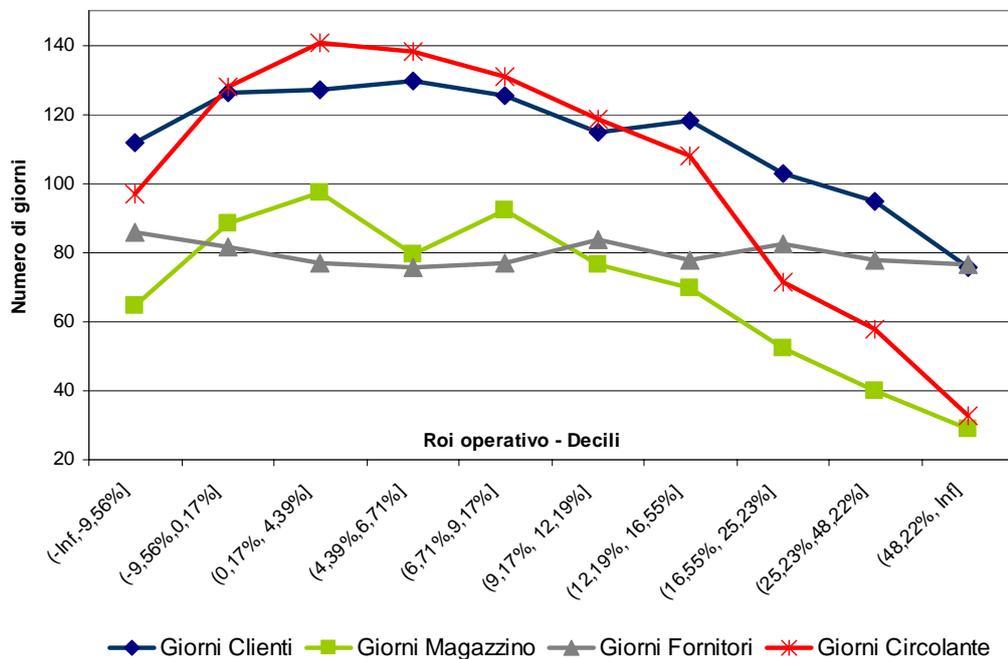
I valori riportati in tabella si riferiscono ai valori mediani del campione di aziende considerato.

5. L'effetto del Capitale Circolante sulla redditività

L'analisi dei dati rivela che nel periodo considerato esiste una relazione fra la performance delle imprese e la dinamica del capitale circolante (Tavola 5.1).

Dopo aver suddiviso le aziende del campione in decili in base alla redditività del capitale investito netto (ROI) si osserva chiaramente una correlazione inversa fra andamento dei giorni di circolante e redditività. Il fatto che l'andamento dei primi due decili apparentemente contraddica questa affermazione è da ricondurre al fatto che si tratta di imprese con redditività negativa e quindi con dinamiche gestionali spesso "viziate" dalla situazione di marginalità in cui si trovano ad operare. Dal terzo decile in avanti, invece, l'andamento dei giorni circolante decresce in modo monotono.³

Tavola 5.1 – Relazione fra capitale circolante e performance



L'analisi della Tavola 5.1, inoltre, evidenzia come i giorni fornitori non subiscano particolari oscillazioni nel passaggio da un decile all'altro. Il motivo potrebbe essere riconducibile al fatto che le imprese migliori non ricercano l'efficienza a discapito delle aziende fornitrici, ma sembrano ottimizzare il processo di incasso dei crediti, gestendo in modo oculato le giacenze di magazzino.⁴

³ Questo non vuol dire che l'investimento in circolante rappresenti un elemento necessariamente negativo. Un'azienda che riesca ad incrementare i margini in modo più che proporzionale rispetto all'incremento del capitale investito potrà economicamente sostenere e gestire una forbice, nei giorni circolante, più ampia perseguendo un vantaggio competitivo sui concorrenti (per esempio garantendo maggiori dilazioni ai clienti). Tuttavia i dati mostrano come, nel periodo analizzato, in media, la strategia che utilizza gli investimenti in circolante come fonte di vantaggio competitivo sia risultata di difficile realizzazione.

⁴ In questa sede appare opportuno evidenziare come la gestione del magazzino, a differenza di Crediti v/Clienti e Debiti v/Fornitori, sia la variabile del circolante meno dettata dalle "regole del mercato" e pertanto, come confermano i dati, oggetto di processi di miglioramento dell'efficienza da parte delle

La relazione fra gestione del capitale circolante e performance di impresa è stata indagata ricorrendo anche ad analisi statistiche più sofisticate che per motivi di sinteticità non sono state riportate in questa sede.

6. Il finanziamento del capitale circolante

Nello scegliere le vie da seguire per la copertura del fabbisogno finanziario espresso dal CCNc, è necessaria l'analisi delle caratteristiche di tale fabbisogno. In particolare occorre individuare la componente durevole del capitale circolante ossia quella riconducibile a determinati livelli "minimi" di condizioni economico-tecniche di svolgimento del ciclo operativo. Un equilibrato finanziamento del CCNc, infatti, dovrebbe prevedere l'utilizzo di capitali permanenti per fronteggiare il fabbisogno finanziario durevole di CCNc.⁵

Le imprese analizzate si sono mosse in questa direzione nei primi tre anni di analisi, dove si nota una minore incidenza dei finanziamenti a breve termine accesi con il sistema bancario per il finanziamento del CCNc. Tuttavia, negli ultimi due anni questo processo sembra aver rallentato. (Tavola 6.1).⁶

Tavola 6.1 – L'incidenza del circolante

Sistema Moda	2002	2003	2004	2005	2006
Banche a breve termine/CCNc	66,79%	64,81%	60,80%	60,12%	59,36%

I valori riportati in tabella si riferiscono ai valori mediani del campione di aziende considerato.

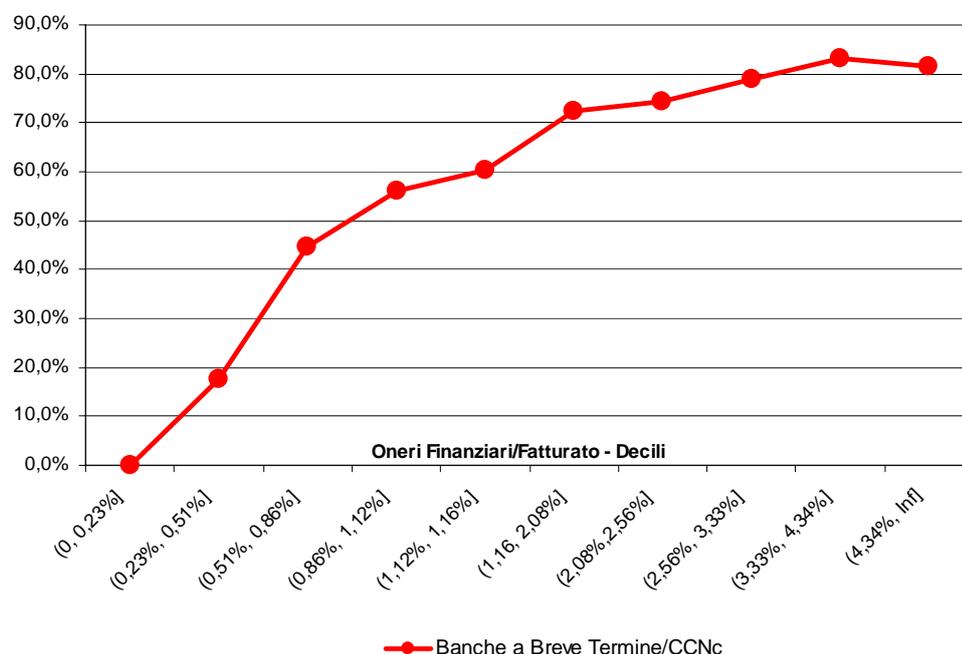
Per meglio indagare gli effetti che le modalità di finanziamento del circolante hanno sul peso degli oneri finanziari iscritti in conto economico, nella Tavola 6.2 si può osservare come varia l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato in relazione alle diverse modalità di copertura del CCNc.

aziende più profittevoli (in tal senso alcuni esempi riguardano la scelta dei mercati di approvvigionamento delle materie prime o dei semilavorati, l'efficienza dei vettori, l'esternalizzazione delle produzioni ecc.).

⁵ Per approfondimenti sul tema della natura, durevole e fluttuante, del fabbisogno finanziario generato dal circolante e sulle più appropriate forme di copertura si veda: Giunta (2007).

⁶ Ovviamente l'opzione di consolidamento del debito a breve deve essere calibrata con attenzione per non correre il rischio che una riduzione del fatturato renda l'esposizione verso il sistema bancario non più coerente con l'andamento del CCNc. Una soluzione intermedia potrebbe essere quella di fare operazioni a medio lungo termine per la parte rigorosamente strutturale del CCNc e accendere finanziamenti oltre il breve (indicativamente 2 anni) di tipo "bullet", rinnovabili. Questa modalità, infatti, consente di rinegoziare ad ogni scadenza importo e durata del finanziamento per renderli coerenti con l'evoluzione della gestione.

Tavola 6.2 – Relazione fra modalità di finanziamento del capitale circolante e incidenza degli oneri finanziari



7. Conclusioni

La gestione del capitale circolante costituisce, insieme alla valutazione degli investimenti in capitale fisso e alle decisioni di struttura finanziaria, una delle tre componenti della finanza aziendale. Se poi, come nel caso delle PMI toscane del sistema moda, l'incidenza del fabbisogno generato dal capitale circolante netto commerciale supera quello degli investimenti nella struttura operativa, la gestione delle dinamiche di sviluppo del circolante diventa cruciale, almeno nel breve termine, per ridurre le esigenze finanziarie dell'impresa e alleggerire il peso degli oneri finanziari.

Le analisi sul campione di aziende osservato non fanno che confermare quello che gli studi di finanza aziendale teorizzano *a priori*, ossia:

- l'impatto positivo che le politiche di minimizzazione del circolante producono sulla redditività delle aziende;
- l'impatto negativo che il finanziare ampiamente il circolante con i debiti bancari a breve può comportare sull'incidenza degli oneri finanziari e di conseguenza sulla redditività netta.

Queste considerazioni suggeriscono, allora, alcune indicazioni di comportamento per gli imprenditori, in particolare, come sia importante:

- monitorare l'evolversi dei tempi che scandiscono il ciclo operativo, ricorrendo, ove possibile, a benchmarking con altre aziende, alla ricerca di inefficienze nella gestione delle componenti che stanno alla base del capitale circolante;
- coprire il fabbisogno generato dalla parte durevole del circolante con finanziamenti a medio lungo termine in modo tale da abbassare le tensioni di liquidità e, più in generale, il costo del debito finanziario.

Riferimenti Bibliografici

- Bauer, D. (2007), "Working Capital Management: Driving Additional Value Within AP", *Financial Executive*, Vol. 23 No. 8, pp. 60-63.
- Brugger, G. (1993), "Le Decisioni Finanziarie", in Pivato, G. (a cura di), *Trattato di Finanza Aziendale* 2 ed., Franco Angeli, Milano.
- Canovi, L. (1991), "Il Capitale Circolante nella Prospettiva Finanziaria", in Bisoni, C. and Rossignoli, B. (a cura di), *Lecture di Finanza Aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Gentry, J.A., Vaidyanathan, R. and Hei Wai, L. (1990), "A Weighted Cash Conversion Cycle", *FM: The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 19 No. 1, pp. 90.
- Giunta, F. (2007), *Analisi di Bilancio. Riclassificazione, Indici e Flussi. Volume 1, logiche e strumenti*, Centro Stampa il Prato, Firenze.
- Goldstein, M. (1994), "Managing Working Capital in an Improving Economy", *The CPA Journal*, Vol. 64 No. 7, pp. 68.
- James, A.G. and Jesus, M.D.L.G. (1985), "Working Capital Management a Generalized Model for Monitoring Accounts Receivable", *Financial Management (pre-1986)*, Vol. 14 No. 4, pp. 28.
- Jane, M.C. and Claire Kamm, L. (1999), "The Merchandising Ratio: A Comprehensive Measure of Working Capital Strategy", *Issues in Accounting Education*, Vol. 14 No. 2, pp. 255.
- Jeng-Ren, C., Li, C. and Han-Wen, W. (2006), "The Determinants of Working Capital Management", *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Vol. 10 No. 1, pp. 149-155.
- Massari, M. (1993), "Strumenti per le Analisi Finanziarie", in Pivato, G. (a cura di), *Trattato di Finanza Aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- Shin, H.-H. and Soenen, L. (1998), "Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability", *Financial Practice & Education*, Vol. 8 No. 2, pp. 37-45.
- Teruel, P.J.G. and Solano, P.M. (2007), "Effects of Working Capital Management on SME profitability", *International Journal of Managerial Finance* Vol. 3 No. 2, pp. 164 - 177.
- Verlyn, D.R. and Eugene, J.L. (1980), "A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis", *Financial Management (pre-1986)*, Vol. 9 No. 1, pp. 32.

- Bauer, D. (2007), "Working Capital Management: Driving Additional Value Within AP", *Financial Executive*, Vol. 23 No. 8, pp. 60-63.
- Brugger, G. (1993), "Le decisioni finanziarie", in Pivato, G. (Ed.), *Trattato di Finanza Aziendale* 2nd ed., Franco Angeli, Milano.
- Canovi, L. (1991), "Il Capitale Circolante nella Prospettiva Finanziaria", in Bisoni, C. and Rossignoli, B. (Eds.), *Lecture di Finanza Aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Gentry, J.A., Vaidyanathan, R. and Hei Wai, L. (1990), "A weighted cash conversion cycle", *FM: The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 19 No. 1, pp. 90.
- Giunta, F. (2007), *Analisi di Bilancio. Riclassificazione, indici e flussi. Volume 1, logiche e strumenti* Centro Stampa il Prato, Firenze.
- Goldstein, M. (1994), "Managing working capital in an improving economy", *The CPA Journal*, Vol. 64 No. 7, pp. 68.
- James, A.G. and Jesus, M.D.L.G. (1985), "Working capital management a generalized model for monitoring accounts receivable", *Financial Management (pre-1986)*, Vol. 14 No. 4, pp. 28.
- Jane, M.C. and Claire Kamm, L. (1999), "The merchandising ratio: A comprehensive measure of working capital strategy", *Issues in Accounting Education*, Vol. 14 No. 2, pp. 255.
- Jeng-Ren, C., Li, C. and Han-Wen, W. (2006), "The Determinants of Working Capital Management", *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, Vol. 10 No. 1, pp. 149-155.
- Massari, M. (1993), "Strumenti per le Analisi Finanziarie", in Pivato, G. (Ed.), *Trattato di Finanza Aziendale*, 2nd ed., Franco Angeli, Milano.
- Shin, H.-H. and Soenen, L. (1998), "Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability", *Financial Practice & Education*, Vol. 8 No. 2, pp. 37-45.
- Teruel, P.J.G. and Solano, P.M. (2007), "Effects of working capital management on SME profitability", *International Journal of Managerial Finance* Vol. 3 No. 2, pp. 164 - 177.
- Verlyn, D.R. and Eugene, J.L. (1980), "A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis", *Financial Management (pre-1986)*, Vol. 9 No. 1, pp. 32.