



BORSA ITALIANA  
ITALIAN EXCHANGE

# BITNOTES

N. 1 - OTTOBRE 2001

Il settore alimentare  
e la Borsa:  
opportunità e prospettive

---

*Alessandra Franzosi  
Enrico Pellizzoni*

La serie BItnotes è finalizzata alla diffusione delle analisi realizzate in Borsa Italiana o presentate in seminari interni su temi vicini alle problematiche del mercato borsistico. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a orientamenti di Borsa Italiana Spa

Redazione e Impaginazione: Borsa Italiana Spa, Ricerca e Analisi del Mercato

© Ottobre 2001 Borsa Italiana Spa

I diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica con qualsiasi mezzo  
(compresi microfilm, floppy disk o CD), sono riservati per tutti i Paesi



## Il settore alimentare e la Borsa: opportunità e prospettive.

Alessandra Franzosi<sup>a</sup>, Enrico Pellizzoni<sup>b</sup>  
Ottobre 2001

### Abstract

Il lavoro ha l'obiettivo di mettere in luce le caratteristiche strutturali del settore alimentare e la sua importanza per il tessuto produttivo italiano e per il mercato borsistico. A fronte di dati macroeconomici che ne indicano la significativa rilevanza nell'economia italiana, la presenza in Borsa di società del settore alimentare è sempre stata piuttosto esigua. Utilizzando indicatori quantitativi e qualitativi, l'analisi identifica un bacino di 201 società nel settore alimentare attualmente quotabili e ne descrive le caratteristiche. Viene inoltre stimato, attraverso l'analisi degli attuali multipli di mercato per il settore, un ipotetico contributo addizionale alla capitalizzazione della Borsa derivante dalla quotazione di tali società. Attraverso l'analisi dell'evoluzione competitiva del settore ed evidenze econometriche sulle relazioni positive esistenti tra livelli di dimensione, patrimonializzazione e redditività si evidenzia infine come l'utilizzo del capitale di rischio possa costituire un'importante leva strategica tra gli strumenti di *policy* aziendale. Tale possibilità sembrerebbe particolarmente importante per le piccole e medie imprese, per le quali l'attuale scenario competitivo impone forti spinte alla crescita dimensionale.

*This paper highlights the main features of the Italian food & beverages sector and discusses its importance for the national industry and stock market. Despite the great contribution to the national economy, the presence of food & beverages companies in the Italian stock market is still very small. This work identifies a group of 201 unlisted companies potentially suitable for admission to listing and describes the main characteristics of the sample. Using the present market multiples, the potential contribution to the market capitalisation of the Italian Exchange is estimated. Through the analysis of the competitive structure of the sector and some empirical evidence on positive relations among size, capitalisation and profitability, we conclude in favour of a specific role for equity capital in defining firms' strategic plans. Due to the need for growth strategies, the availability of equity capital seems particularly relevant for mid and small companies.*

**Keywords:** Food & Beverages, Italian Exchange, Equity Financing  
**JEL:** L66, G32

(a) Borsa Italiana Spa, Ricerca e Analisi del Mercato; e-mail: alessandra.franzosi@borsaitalia.it (*corresponding author*).  
(b) Borsa Italiana Spa, Ricerca e Analisi del Mercato; e-mail: enrico.pellizzoni@borsaitalia.it.



## 1. Introduzione

Borsa Italiana ha negli ultimi anni ampliato l'offerta di servizi di quotazione a favore delle imprese italiane, ponendo lo sviluppo del mercato al centro delle proprie strategie. L'analisi del tessuto produttivo e dei maggiori settori che lo compongono costituisce un importante punto di partenza per la valutazione del ruolo che il mercato borsistico può svolgere nella crescita dell'assetto economico di un Paese. Questo lavoro prende in considerazione uno dei settori di maggiore rilevanza nel tessuto industriale italiano e ha l'obiettivo di analizzare le opportunità di crescita, per le imprese e per la Borsa, che possono derivare da un maggior ricorso alla quotazione da parte delle imprese in esso operanti.

Se il settore alimentare si configura come un settore tradizionale, caratterizzato da tassi di crescita nel complesso stabili, non va però dimenticato che lo scenario nel quale le imprese operano si sta progressivamente modificando. Le caratteristiche strutturali del settore sono influenzate non solo dai profondi cambiamenti che stanno interessando le caratteristiche della domanda dei consumatori finali (che costituiscono, per un settore a valle della filiera produttiva, un elemento determinante), ma anche dalla revisione delle politiche comunitarie in materia di quote produttive, dalle problematiche legate alla sicurezza delle trasformazioni che avvengono lungo la filiera e dall'evoluzione delle strutture distributive. L'effetto congiunto di tali elementi ha un notevole impatto sulle leve competitive delle imprese, in particolare sulla crescente importanza attribuita alle caratteristiche differenziali dei prodotti e del contributo di servizi a essi associati, e determina una nuova e più allargata valenza della variabile prezzo.

I mutamenti socio-demografici degli anni '90 hanno reso i consumatori più indipendenti e autonomi nelle proprie scelte, definite sempre più spesso in funzione dell'attribuzione agli alimenti di valori simbolici, in grado di esprimere l'individualità personale e le specifiche caratteristiche del proprio stile di vita. I prodotti non sono più valutati esclusivamente in base agli aspetti nutrizionali o a fattori edonistici. La necessità di pasti spesso rapidi e consumati al di fuori delle mura domestiche, imposta dagli attuali ritmi di vita, va poi a scapito del valore del *brand* e a favore delle caratteristiche e delle funzionalità intrinseche del prodotto in termini di facilità di consumo (dosi adatte, conservabilità, facilità di reperibilità, preparazione e trasporto). La variabile prezzo è quindi sempre più vista in funzione del costo d'uso del prodotto, in un contesto nel quale i consumatori hanno assunto maggiore razionalità e maturità in relazione alle politiche di spesa. Le imprese devono quindi essere in grado di incrementare i tassi di innovazione di prodotto e di processo, per poter rispondere alle esigenze, progressivamente più diversificate, imposte dagli attuali stili di consumo.

Il sempre maggior valore attribuito alla territorialità dei prodotti - che possono assumere un valore etnico o, all'opposto, rappresentare una modalità con cui viene rinsaldata la propria appartenenza a una determinata realtà geografica - spinge le imprese a valorizzare la propria presenza sul mercato locale, ma apre al contempo opportunità di affermazione sui mercati internazionali. Tale spinta offre ovviamente alle imprese anche l'opportunità di smussare i cicli della domanda interna e di ampliare la dimensione del *business aziendale*.



La necessità di garantire elevati livelli di sicurezza sui prodotti commercializzati (si pensi ad esempio alle problematiche derivanti dal fenomeno della BSE) ha messo in evidenza la necessità di definire modalità più estese di controllo sull'intera filiera produttiva, tramite modelli più o meno forti di integrazione verticale.

Infine, la progressiva concentrazione e internazionalizzazione delle strutture distributive sta determinando uno spostamento dei rapporti di forza all'interno della *value chain*, obbligando le imprese a definire precise strategie in funzione delle proprie caratteristiche dimensionali. Mentre i marchi di proprietà dei *leaders* di mercato non incontrano solitamente problemi nel trovare spazio nella grande distribuzione organizzata - anche se la relazione con essa può comunque risultare conflittuale sul piano commerciale - le imprese di più piccole dimensioni che intendono usufruire di questo canale devono offrire un reale valore aggiunto alle società di distribuzione. Ciò può avvenire attraverso caratteristiche fortemente differenziali dal punto di vista del *pricing* o delle caratteristiche del prodotto, o con un contributo alla produzione di marche commercializzate attraverso il *brand* dei distributori. In ogni caso, si rende necessario adattare la struttura aziendale alla costituzione di relazioni con società di grandi dimensioni, maggiormente organizzate dal punto di vista logistico.

Gli impatti di questi cambiamenti sulle strategie delle imprese sono evidenti. E' fondamentale incrementare la propria attività creativa/innovativa e costruire strutture commerciali e/o distributive sempre più strutturate, che vadano oltre i confini strettamente locali. Non è più sufficiente il ricorso alla sola leva pubblicitaria, che deve essere accompagnata da reali caratteristiche differenziali del prodotto. Il raggiungimento di soglie dimensionali sufficienti può richiedere risorse per finanziare strategie di crescita interna ed esterna.

Anche in un settore di tipo tradizionale, quindi, i mutamenti di contesto sembrano indicare alle imprese la necessità di avviare percorsi di crescita dal punto di vista organizzativo, strategico e dimensionale, rispetto ai quali la disponibilità e l'utilizzo ottimale delle risorse finanziarie costituiscono un elemento discriminante.

Il rapporto è strutturato come segue. La prima parte è dedicata a tracciare le caratteristiche salienti del settore, dal punto di vista delle principali variabili macroeconomiche e delle caratteristiche delle imprese. Senza l'obiettivo di essere esaustiva è redatta con lo scopo di presentare un quadro di riferimento all'interno del quale collocare i comportamenti delle imprese. La seconda parte traccia un quadro della rappresentatività storica e attuale del settore alimentare all'interno del mercato borsistico, ed evidenzia le differenze tra la dimensione del settore nel mercato finanziario italiano e nei principali mercati europei. L'ultima parte si focalizza sull'analisi delle caratteristiche di un *dataset* contenente i risultati economici e finanziari delle principali imprese alimentari operanti in Italia, con particolare attenzione all'individuazione delle realtà ancora non quotate. L'analisi del campione consente di identificare il bacino di società quotabili e di evidenziare relazioni empiriche a favore della rilevanza del capitale di rischio come strumento efficace di finanziamento dei progetti e dei piani di investimento delle imprese. L'ultimo paragrafo riassume le principali conclusioni del lavoro.



## 2. Il quadro di riferimento

### 2.1. Indicatori macroeconomici

Il quadro macroeconomico di riferimento individua per il settore alimentare un ruolo di rilievo nel tessuto produttivo italiano. Considerando la definizione ampia di “alimentare, bevande e tabacco”, si tratta di uno dei principali settori dell’industria in senso stretto: conta l’11,9% della produzione, il 9,4% del valore aggiunto e il 9,2% degli occupati totali (pari a 493.100 nel 2000, di cui il 71,2% rappresentato da lavoratori dipendenti). Il numero delle imprese attive, secondo i dati Movimprese, è a fine 2000 pari a circa 85.000 (il 13,3% dell’intera industria). L’importanza sul fronte della bilancia commerciale è marginalmente inferiore: nel 2000 il settore incide per il 4,7% dell’export totale e per il 4,3% dell’import (tavola 1 e figura 1).

Osservando le dinamiche di medio periodo (1980-2000) il settore alimentare presenta tassi di crescita che tendono a sopravanzare i risultati ottenuti dall’industria italiana nel suo complesso. Come si evince dalla tavola 2, il settore registra dinamiche del valore aggiunto e dell’occupazione più elevate dell’industria sia negli anni ’80 che ’90. Il peso relativo del settore sul totale dell’industria in senso stretto ne risulta aumentato: il valore aggiunto passa dal 7,9% del 1980, all’8,5% nel 1990, all’8,9% nel 2000. La stessa progressione si registra anche per l’occupazione totale, che dal 7,4% del 1980 raggiunge il 9,2% nel 2000. La figura 2 evidenzia l’evoluzione degli anni ’90: posto pari a 100 il dato del 1990, il valore aggiunto dell’industria alimentare si colloca costantemente al di sopra di quello dell’industria totale e il numero degli occupati traccia un cedimento più contenuto. Nonostante le buone *performances*, il settore conosce però una battuta d’arresto a metà del decennio. A partire dal 1997 la crescita del settore ritorna sostenuta, sospinta soprattutto dalla ripresa dei consumi interni. L’occupazione tende a seguire il profilo dell’attività produttiva, flettendo in corrispondenza del deterioramento del quadro economico del settore nel biennio 1995-96. Nel 2000 il numero degli occupati si posiziona sui livelli del 1990, mentre è consistentemente inferiore per l’industria nel suo complesso. Il maggior utilizzo del fattore lavoro si ripercuote però su minori livelli di produttività, misurata come output per unità di lavoro.

**Tavola 1 – Principali indicatori per il settore alimentare, bevande e tabacco**

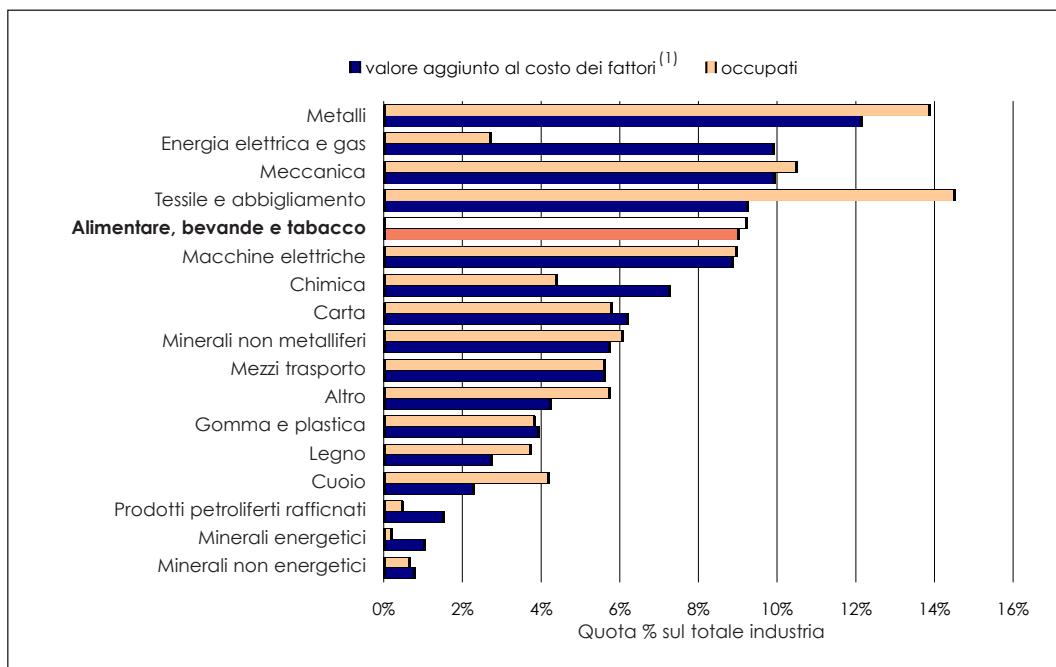
Anno 2000	Alimentare	Quota % industria
Produzione al costo dei fattori (ML euro) <sup>(1)</sup>	84 933	11.9%
Valore aggiunto al costo dei fattori (ML euro)	23 114	9.4%
Occupati totali	493 100	9.2%
Dipendenti	351 100	7.9%
Indipendenti	142 000	15.8%
N. imprese attive	85 394	13.3%
Esportazioni (ML euro)	12 075	4.7%
Importazioni (ML euro)	10 538	4.3%

(1) Dati 1999

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat, Movimprese, Federalimentare



**Figura 1 – Composizione per settori di valore aggiunto e occupati nell’industria italiana (anno 2000)**



(1) Dato a prezzi costanti

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

**Tavola 2 – Gli indicatori di crescita per il periodo 1980-2000**

Tassi composti di variazione percentuale	1980-1989	1990-1995	1996-2000
<b>Totali industria</b>			
Valore aggiunto	1.7%	1.5%	2.0%
Occupazione	-1.3%	-1.7%	0.4%
Produttività del lavoro	3.0%	3.2%	1.7%
<b>Settore alimentare</b>			
Valore aggiunto	2.2%	2.1%	2.6%
Occupazione	-0.2%	-0.2%	1.2%
Produttività del lavoro	2.4%	2.3%	1.4%

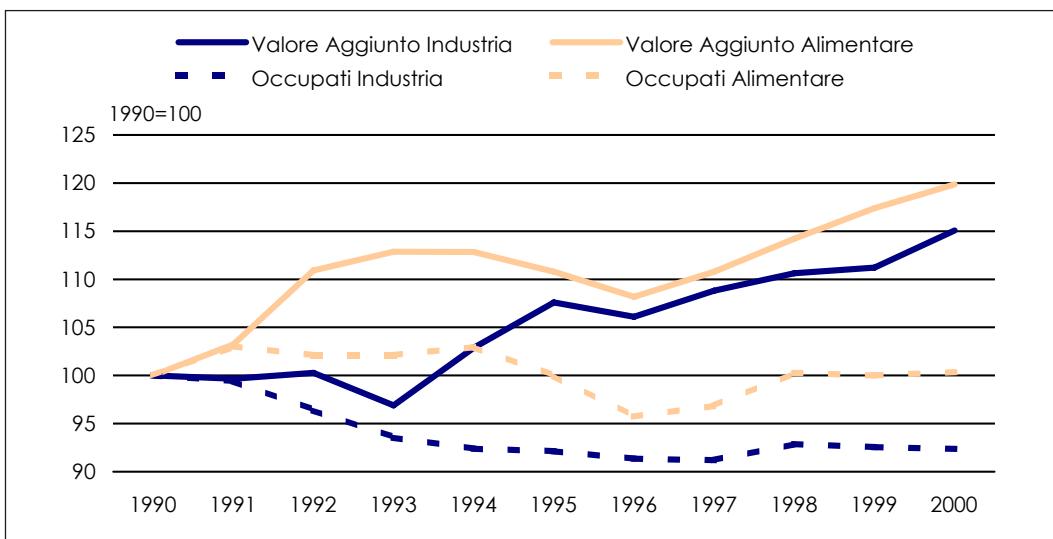
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

Nonostante la battuta d’arresto della fase centrale degli anni ’90, il settore alimentare si caratterizza per una minore dinamica ciclica dell’attività produttiva, se confrontata con gli altri settori industriali. La figura 3 mette a confronto l’evoluzione del ciclo-trend della produzione industriale per l’industria nel suo complesso e per il solo settore “alimentare, bevande e tabacco”<sup>1</sup>.

Se ne deduce una dinamica della produzione industriale che fa registrare un sentiero di crescita più stabile, che ad esempio risulta sostanzialmente stagnante nel corso del

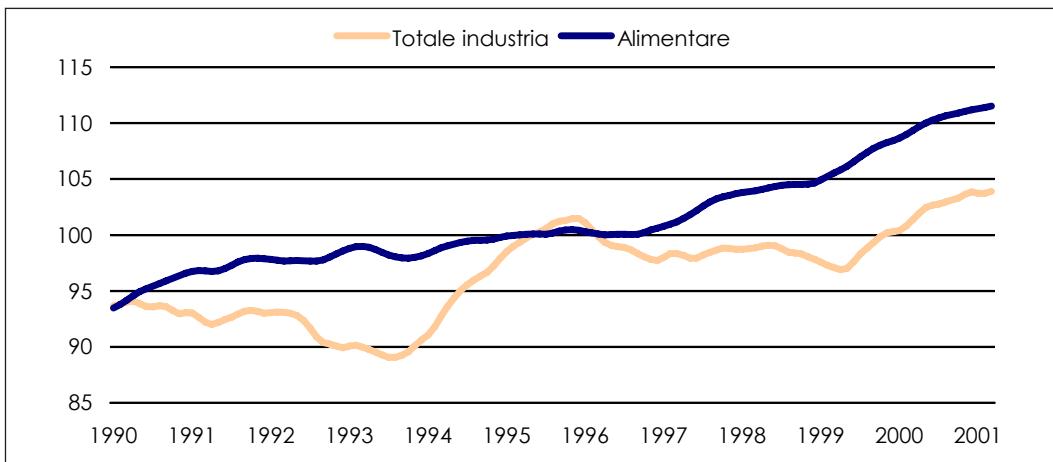
(1) Il ciclo-trend è ottenuto depurando (con procedura Tramo-Seats) l’indice di produzione industriale grezzo dalla componente stagionale e da quella irregolare. Ne risulta un profilo che somma in sé la crescita di lungo periodo e la componente di oscillazione ciclica.

**Figura 2 – Tasso di crescita del valore aggiunto e degli occupati nell'industria e nel settore alimentare**



Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

**Figura 3 – Ciclo-trend della produzione industriale<sup>(1)</sup>**



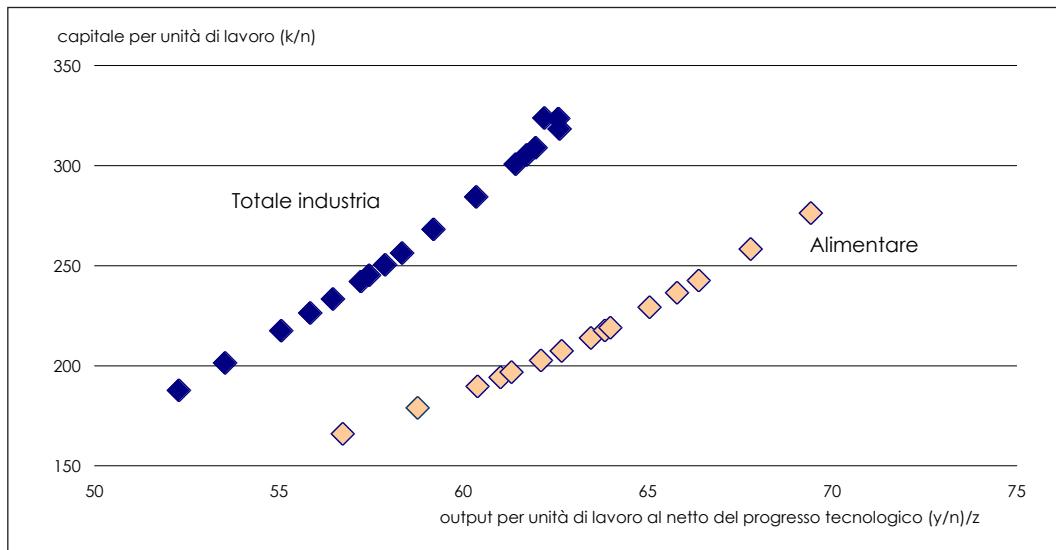
(1) Elaborazioni sull'indice di produzione industriale (base 1995=100)

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

rallentamento economico del 1993 (quando la produzione industriale nel suo complesso flette in valore assoluto) così come nella fase di ripresa del 1994-95.

Continuando a delineare le caratteristiche strutturali del settore, dal punto di vista delle tecniche di produzione adottate si rileva un maggior utilizzo del fattore lavoro rispetto agli investimenti in *stock* di capitale fisico. La figura 4 ci consente di entrare con maggior dettaglio nel tema, tracciando una possibile forma della funzione di produzione del settore comparata a quella dell'industria nel suo complesso.

Come si può osservare dai valori tracciati sull'asse delle ordinate, il settore alimentare si posiziona al di sotto dell'industria, ovvero opera con un rapporto tra *stock* di capitale investito e numero degli occupati che risulta costantemente inferiore: ciò indica tecniche

**Figura 4 – La funzione di produzione del settore alimentare (periodo 1982-1996)**

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

di produzione maggiormente *labour intensive* rispetto all'industria nel suo complesso.

L'asse delle ascisse coglie, invece, l'output prodotto per unità di lavoro impiegata e per livello del progresso tecnologico raggiunto dal settore. Valori elevati, quali quelli del settore alimentare, possono coesistere con un'elevata produttività del lavoro oppure con un basso livello di progresso tecnologico. Per comprendere tale distinzione la tavola 3 scomponete la crescita dell'output (valore aggiunto) sulla base di tre fonti distinte: maggior utilizzo del fattore lavoro, maggior utilizzo del fattore capitale oppure progresso tecnologico posto in essere dal settore<sup>2</sup>. Al di là delle diverse fasi cicliche considerate, ne risulta come il contributo dato dall'occupazione alla crescita del settore sia sempre più rilevante rispetto a quanto avviene per l'industria nel suo complesso. E' invece decisamente inferiore il contributo del progresso tecnologico vero e proprio, ovvero di innovazioni nella funzione di produzione che assicurano, a parità di fattori produttivi impiegati, maggiori livelli di output<sup>3</sup>.

Quanto detto finora configura il settore alimentare come un comparto maturo dal punto di vista delle modalità di produzione adottate, che presenta una minore attenzione all'innovazione di processo rispetto alla media dell'industria e tende a utilizzare in modo elastico il fattore lavoro per affrontare le dinamiche del ciclo economico. Come peraltro tipico dei settori a valle della filiera produttiva, il rilievo competitivo tende quindi a spostarsi sul fronte della domanda. In queste condizioni è l'innovazione di prodotto che diventa discriminante, in quanto l'impresa deve essere in grado di adattarsi ai mutevoli bisogni espressi dalla domanda e, tramite le proprie strategie di comunicazione e/o *marketing*, addirittura farsi portatrice di nuovi bisogni.

(2) La definizione di progresso tecnologico adottata è quella della contabilità della crescita dei residui di Solow. Il tasso di crescita del progresso Z è ottenuto come  $\Delta Z = \Delta Y - \alpha \Delta N - (1-\alpha) \Delta K$ , dove Y è l'output, N l'occupazione, K lo stock di capitale,  $\alpha$  è l'elasticità marginale dell'output a una nuova unità di lavoro,  $(1-\alpha)$  è l'elasticità marginale dell'output a una nuova unità di capitale.

(3) L'arco temporale coperto (1982-98) dipende dalla limitata disponibilità di statistiche relative allo stock di capitale.

**Tavola 3 – La contabilità della crescita: settore alimentare e totale industria**

Tassi composti di variazione percentuale	1982-89	1990-95	1996-98
<b>Totale industria</b>			
Valore aggiunto	2.9%	1.5%	2.1%
Contributo dell'occupazione alla crescita (1)	-0.6%	-1.1%	0.6%
Contributo del capitale alla crescita (2)	1.2%	0.7%	0.6%
Quota di remunerazione del capitale (3)	35.1%	33.1%	34.3%
Contributo del progresso tecnologico (4)	2.3%	2.0%	0.8%
<b>Settore alimentare</b>			
Valore aggiunto	2.4%	2.1%	2.7%
Contributo dell'occupazione alla crescita (1)	0.1%	-0.2%	1.6%
Contributo del capitale alla crescita (2)	1.7%	1.2%	...
Quota di remunerazione del capitale (3)	44.0%	36.1%	34.5%
Contributo del progresso tecnologico (4)	0.6%	1.1%	....

(1) Crescita dell'occupazione moltiplicata per la quota di valore aggiunto attribuibile al fattore lavoro

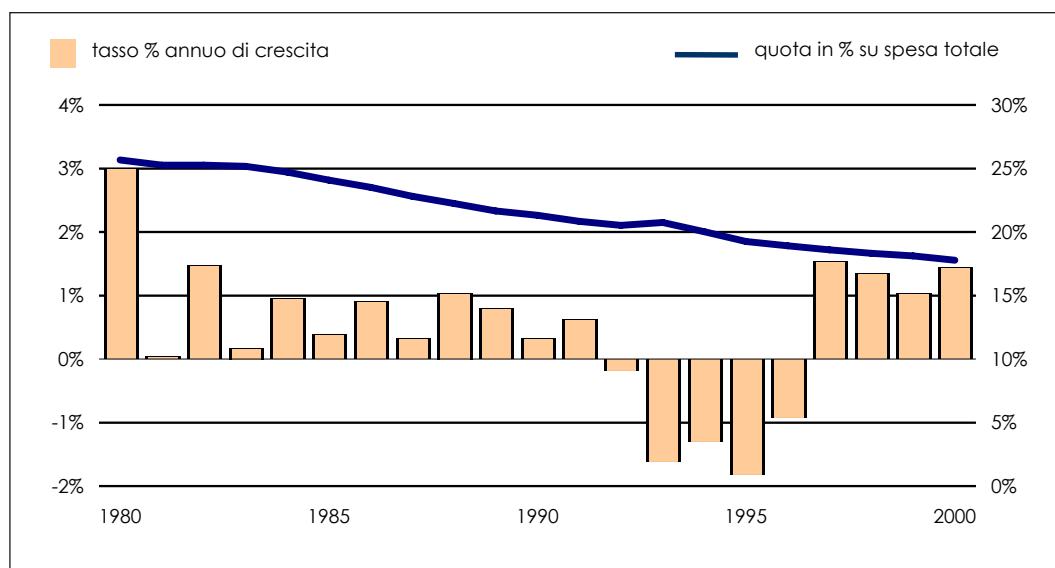
(2) Crescita dello stock di capitale moltiplicata per la quota di valore aggiunto attribuibile al fattore capitale

(3) Remunerazione dello stock di capitale in quota al valore aggiunto, ovvero produttività marginale del capitale

(4) Progresso tecnologico calcolato come residuo di Solow (cfr. nota 2)

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

A tal proposito, il ruolo più significativo è svolto dalla domanda interna. Nell'ultimo ventennio si è assistito a un progressivo e costante ridursi della quota di spesa destinata ai consumi alimentari (tale quota era del 25% circa nel 1980 e si è ridotta al 16% nel 2000) ed è stata messa in dubbio la diffusa convinzione che la spesa alimentare fosse oramai divenuta non più comprimibile (figura 5). Dal 1992 al 1996, in corrispondenza di una consistente contrazione del reddito a disposizione delle famiglie italiane, la spesa destinata ai bisogni primari ha fatto registrare, per la prima volta dopo un lungo periodo, tassi di crescita annuali negativi. Il quadriennio 1997-2000 ha registrato invece un segno positivo, con dinamiche di crescita annuali superiori al punto percentuale.

**Figura 5 – I consumi alimentari in Italia (periodo 1980-2000)**

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

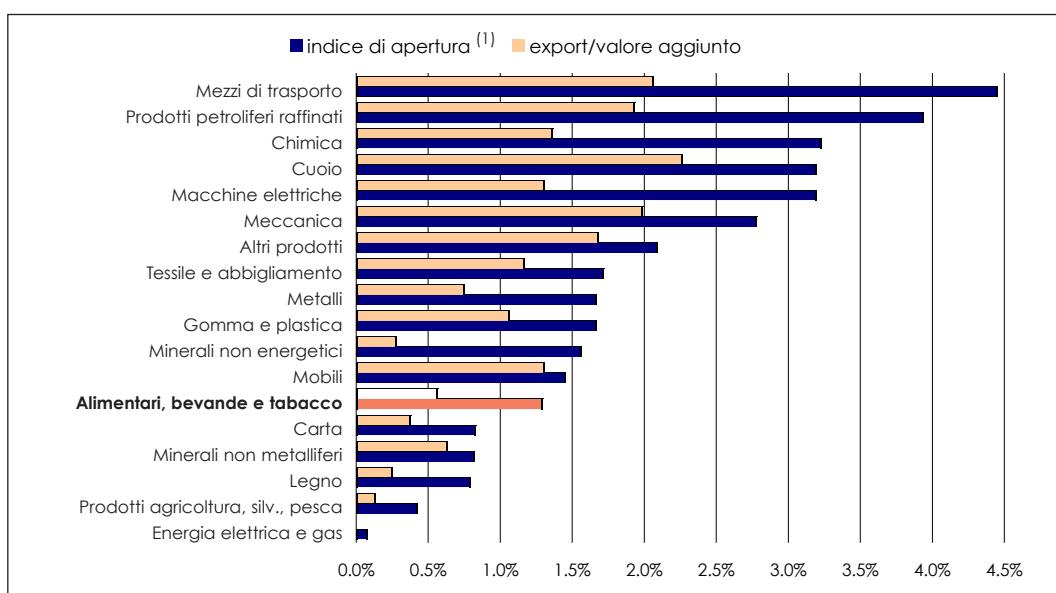


Le fasi attuale e prospettica dipendono da modifiche, anche strutturali, dei consumi di alimenti. Cio che la domanda chiede sempre più all'industria alimentare è un servizio, oltre che un prodotto. Cresce quindi la richiesta per una fornitura di alimenti che tendano a soddisfare esigenze specifiche di una popolazione che ha subito profondi cambiamenti socio-demografici. Basti citare a titolo esemplificativo l'aumento dei pasti consumati fuori casa, il minor tempo disponibile per la preparazione dei cibi e la crescente attenzione per standard elevati di qualità e controllo sui prodotti venduti.

Sul fronte della domanda estera, il settore presenta tuttora una scarsa apertura internazionale, anche se il fenomeno è in aumento. Tale peculiarità, comune al settore alimentare a livello internazionale, è riconducibile al perdurare di elevati costi di trasporto delle merci deperibili nonché al permanere di forti abitudini alimentari nazionali. La quota di produzione nazionale destinata all'estero nel 2000 è contenuta e pari al 14,6%. Il valore è modesto se comparato a quello di altri settori (raggiunge, ad esempio, il 50% nel caso degli apparecchi meccanici ed elettrici)<sup>4</sup>. L'indice di grado di apertura con l'estero, dato dal rapporto tra la somma di importazioni ed esportazioni rispetto al valore aggiunto del settore, è nel 2000 pari a 1,3 e si confronta con valori quali 4,4 per i mezzi di trasporto, 3,9 per il settore petrolifero, 3,2 per il settore del cuoio e pelletteria (figura 6). Lo stesso quadro viene tracciato dal rapporto tra esportazioni e valore aggiunto. Laddove l'industria alimentare italiana esporta, i prodotti privilegiati sono quelli tipici del *made in Italy*.

Come messo in luce da statistiche Federalimentare, tra le principali branche esportatrici spiccano infatti l'industria enologica (21,7% sul totale dell'export), quella dolciaria e dei prodotti da forno (10,7%), l'industria della pasta (9,0%) e degli olii e grassi (8,7%).

**Figura 6 – Il grado di apertura all'estero dell'industria italiana (anno 2000)**



(1)  $(\text{importazioni} + \text{esportazioni}) / \text{valore aggiunto}$   
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat e Federalimentare

(4) Centro Studi Confindustria (2001).



In termini di import è da rilevare l'elevata quota dei prodotti lattiero-caseari (17,8%), e degli olii e grassi (12,3%).

Le dinamiche competitive del settore dipendono infine dall'evoluzione nel panorama della distribuzione<sup>5</sup>. Le catene distributive hanno conosciuto in Italia profonde modifiche nel corso degli ultimi anni, con uno spostamento verso punti vendita di più grandi dimensioni (grandi supermercati e ipermercati) a discapito dei negozi tradizionali. La grande distribuzione tende così a frapporsi in modo qualificato tra il produttore e il consumatore, con implicazioni dupliche per le imprese produttrici. Se per le imprese di maggiori dimensioni e con marchi e immagine consolidata tale rapporto configura il problema di cedere a valle della filiera alcune leve di *marketing* connesse alla fase distributiva (ad esempio i livelli di disponibilità del prodotto nei punti vendita e la visibilità del marchio al loro interno), per le società di piccole e medie dimensioni si pone il rischio di perdere l'accesso a un canale che assicura visibilità su ampi mercati di sbocco. A questi aspetti si aggiungono le naturali tensioni sui margini delle società a monte della filiera, prodotte dalla presenza della distribuzione organizzata.

Per le imprese di media dimensione tale scenario implica la necessità di tipizzare il proprio prodotto affinché questo possa completare la diversificazione dell'offerta proposta dalla distribuzione, con la conseguente necessità di reperire le risorse finanziarie necessarie per implementare strategie di riduzione dei costi o di differenziazione di prodotto.

## 2.2. Il tessuto delle imprese

Dal punto di vista del tessuto imprenditoriale il settore si caratterizza per un'elevata concentrazione delle imprese nelle classi dimensionali più ridotte.

**Tavola 4 – Classe dimensionale delle imprese del settore alimentare (anno 1996)**

Numero di addetti	Alimentare		Industria manifatturiera	
	N. imprese	Quota %	N. imprese	Quota %
1-9	15 364	76.3%	489 611	82.8%
10-19	2 229	11.1%	59 197	10.0%
20 e oltre	2 532	12.6%	42 609	7.2%
Totale	20 125	100.0%	591 417	100.0%

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Istat

La tavola 4 evidenzia la numerosità per classe dimensionale delle imprese e la rilevanza delle PMI. Il 76,3% del totale delle imprese alimentari ha meno di 10 occupati mentre solo il 12,6% supera i 20 addetti. Tale carattere si ripete peraltro anche a livello dell'intero tessuto manifatturiero, per il quale la concentrazione nelle classi dimensionali inferiori è anche superiore.

La valutazione dei comportamenti delle imprese del settore è condizionata dall'assenza di una banca dati aggiornata e completa. Questo paragrafo è dedicato a tracciare

(5) Una dettagliata analisi sul tema dell'evoluzione del settore distributivo e, in generale, sul settore alimentare è presente in IntesaBci, Nomisma (2001).

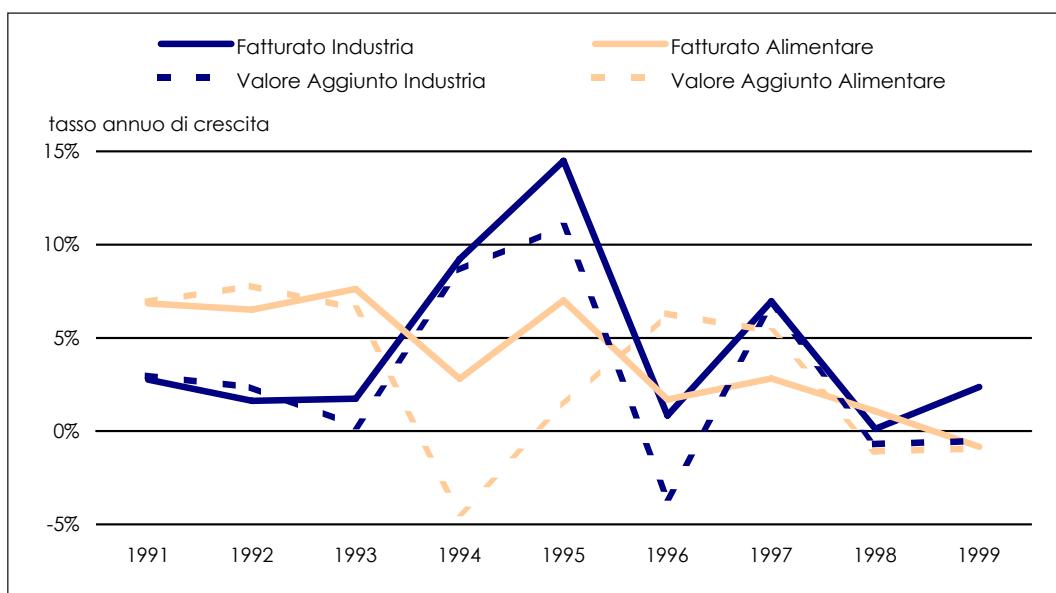


alcuni caratteri salienti a partire dai dati aggregati di bilancio di fonte Mediobanca<sup>6</sup>, che da un lato consentono di effettuare confronti omogenei, ma dall'altro scontano il fatto di concentrarsi sulle imprese di più grandi dimensioni.

Da un'osservazione aggregata dei dati di bilancio delle aziende del settore alimentare scaturisce una struttura economica, finanziaria e reddituale sostanzialmente robusta ed equilibrata. Alcune caratteristiche del settore, già evidenziate dal paragrafo precedente, vengono ribadite anche dall'osservazione dei dati di bilancio. L'evoluzione ciclica del settore appare poco correlata con le dinamiche dell'industria nel suo complesso, come mostrato dall'evoluzione di fatturato e valore aggiunto. L'industria alimentare soffre meno durante il rallentamento del 1992-93 ma riesce a beneficiare anche meno della svalutazione della nostra moneta e dell'effetto di crescita *export led* del biennio 1994-95 (figura 7). Dal punto di vista dei costi della produzione, il settore alimentare presenta una struttura del conto economico che evidenzia come tanto il costo del lavoro che gli ammortamenti del capitale investito incidano meno, rispetto alla media nazionale, sul fatturato totale. Nella media del periodo 1995-99 il costo del lavoro è pari all'11,9% del fatturato (15,3% per l'industria totale) e gli ammortamenti sono il 4,1% (5,6% per l'industria). Di rilievo per questo settore è invece il costo legato all'approvvigionamento di materie prime alimentari. I consumi diretti incidono infatti per l'81,1% del fatturato totale, contro il 76,6% dell'industria nel suo complesso.

Sul fronte della redditività del settore gli indicatori mostrano buone *performances*. Il Roe è costantemente positivo e (fatta una marginale eccezione per il 1999) sempre più elevato che per l'industria. La stessa considerazione vale per la redditività operativa del

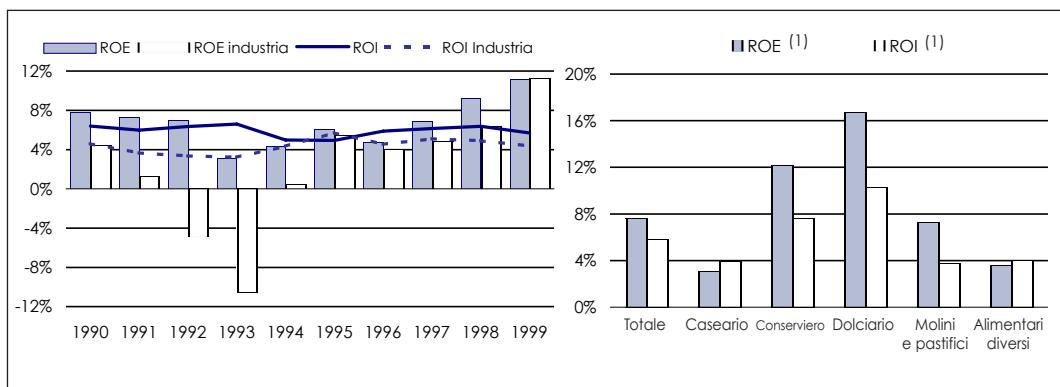
**Figura 7 – Indicatori di attività: fatturato e valore aggiunto**



Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Mediobanca

(6) Mediobanca (2000a).

**Figura 8 – Indicatori di redditività: confronto tra settore alimentare e totale industria**



(1) Valori medi nel periodo 1995-1999

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Mediobanca

capitale investito (Roi). All'interno del settore sono soprattutto i comparti del dolciario e del conserviero a mettere a segno i migliori risultati (figura 8).

La buona redditività del settore è legata anche all'esistenza di una struttura finanziaria del comparto equilibrata. Il Roe sopravanza il Roi pressoché ogni anno (fatta eccezione per il 1993) grazie all'agire di una leva finanziaria positiva. Tale risultato indica come le imprese abbiano messo in atto politiche di ottimizzazione del rapporto tra l'uso del debito e dell'ammontare dei mezzi propri. Il costo del debito risulta inferiore alla remunerazione del capitale (Roi), come mostrato dalla figura 9.

L'indicatore di efficienza dato dalla *turnover velocity* (ovvero fatturato in rapporto al totale attivo) è nella media del periodo 1990-99 pari a 100,3, nettamente superiore al dato medio del totale dell'industria (71,3).

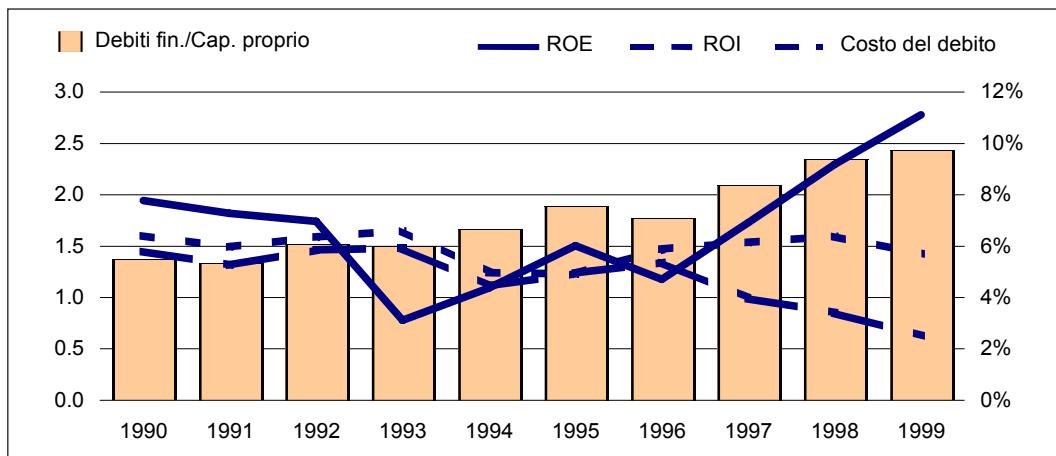
Per quanto concerne la struttura finanziaria del settore la figura 10 evidenzia però, nel corso del decennio, una riduzione dell'uso dei mezzi propri. Il livello di patrimonializzazione in quota al totale dell'attivo passa dal 39,5% nel 1990 al 31,3% nel 1999, seguendo una tendenza opposta rispetto a quella fatta registrare dall'aggregato dell'industria.

Gli attuali livelli di indebitamento sono piuttosto elevati e potrebbero a breve determinare problemi per il settore in termini di reperimento di nuove risorse finanziarie. La figura 11 inoltre evidenzia come i flussi di autofinanziamento siano rimasti, in quota al totale del capitale investito, piuttosto stabili e comunque legati ai risultati reddituali dell'impresa.

Ne consegue che in corrispondenza di investimenti cospicui, così come di situazioni di ciclo meno favorevoli, il ricorso al capitale di rischio può divenire una leva competitiva cruciale per il settore. Tale considerazione potrebbe essere amplificata per le realtà di dimensioni medio-piccole dove tipicamente sono più stringenti i vincoli di *cash flow* e sono inferiori le capacità di approvvigionamento attraverso mezzi propri.

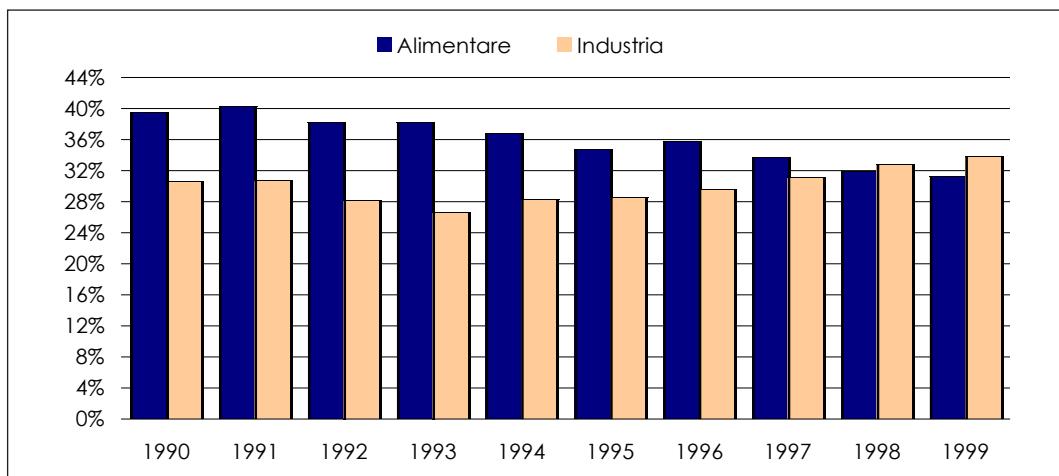


**Figura 9 – Le componenti di leverage**



Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Mediobanca

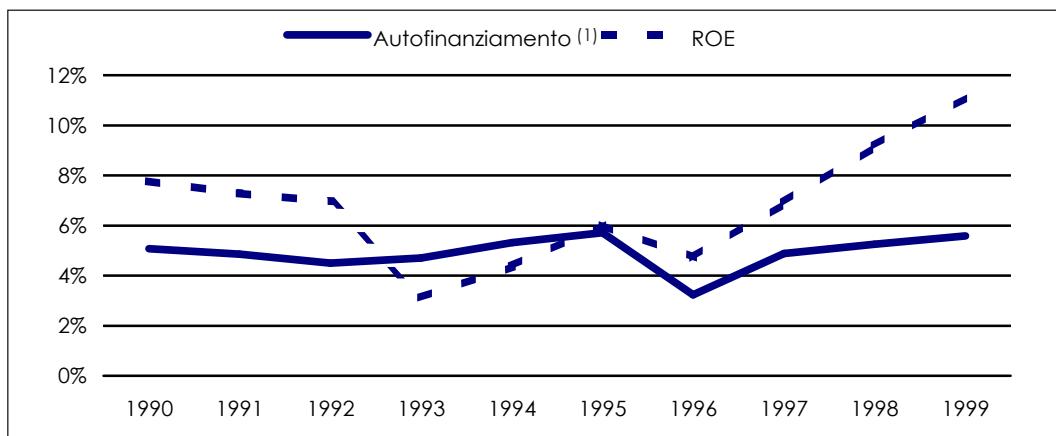
**Figura 10 – Il livello di patrimonializzazione<sup>(1)</sup>**



(1) Capitale proprio / Totale passivo

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Mediobanca

**Figura 11 – Autofinanziamento e redditività**



(1) Autofinanziamento = utile a nuovo + ammortamenti + stanziamenti a fondi quiescenza

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Mediobanca

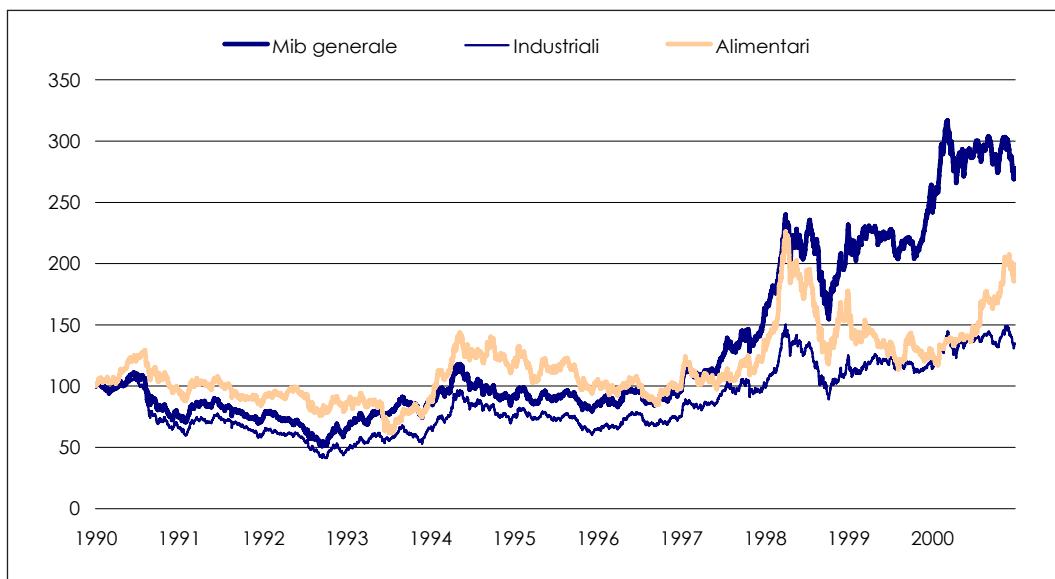


### 3. Il settore alimentare in Borsa

Le performances di Borsa di lungo periodo del settore alimentare confermano le caratteristiche di crescita marginalmente superiori per il settore alimentare rispetto all'industria nel suo complesso, evidenziate nei paragrafi precedenti (figura 12).

A fronte di un'evidente *underperformance* rispetto agli indici generali di mercato, principalmente legata all'andamento dei titoli del settore della tecnologia nella seconda parte degli anni '90 e in particolare nel periodo 1998-2000 (con i conseguenti profondi mutamenti nell'*asset allocation* che ha interessato l'industria del risparmio<sup>7</sup>), il settore alimentare ha infatti mostrato nel corso degli anni '90 una dinamica migliore rispetto all'aggregato dei titoli industriali (+96,7% nel periodo 1990-2000, contro +34,4% per il macrosettore Industriali).

**Figura 12 – Andamento degli indici Mib, Mib Industriali e Mib - Industriali - Alimentari (indici Borsa Italiana, periodo 1990-2000)**



Fonte: Borsa Italiana - Ram

Nel corso degli ultimi 5 anni la volatilità dei titoli del settore si è mantenuta superiore a quella del mercato italiano nel suo complesso, scontando anche un mancato effetto diversificazione dovuto all'esiguità del numero di titoli quotati (si veda più avanti nel paragrafo). Un confronto più omogeneo può essere effettuato con riferimento agli indici settoriali MSCI *World*, che consentono anche una miglior comparazione intersetoriale (tavola 6). Nel contesto internazionale il settore *Food, beverages and tobacco* si colloca storicamente su livelli di volatilità medio bassi, in linea con i settori maggiormente difensivi (*materials* e *industrials*) e superato in modo evidente dal solo comparto delle *utilities*.

(7) Un elemento che conferma la particolarità del periodo 1998-2000 è costituito dall'andamento della correlazione tra i rendimenti giornalieri dell'indice Mib e dell'indice settoriale per le società alimentari, scesa dal valore di 0,77 per il periodo 1990-1998 allo 0,52 per il periodo 1999-2000, con un dato pari a 0,36 per l'anno 2000.

**Tavola 5 – Volatilità annuale degli indici settoriali di Borsa Italiana<sup>(1)</sup>**

<b>Indice</b>	<b>1991 1995</b>	<b>1996 2000</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Mib	19.7%	21.5%	16.5%	15.8%	21.9%	30.0%	18.0%	19.3%
Mib - Industriali	19.6%	20.7%	15.8%	15.3%	22.5%	27.8%	17.1%	18.5%
di cui:								
Mib - Ind. - Alimentari	24.3%	25.7%	21.8%	19.3%	24.5%	35.2%	25.0%	21.3%
Mib - Servizi	22.4%	25.6%	20.2%	20.3%	24.6%	31.7%	22.4%	27.6%
Mib - Finanziari	20.3%	22.4%	16.5%	15.2%	22.2%	33.3%	19.5%	17.3%

(1) Volatilità dei rendimenti giornalieri, calcolata su base annuale

Fonte: Borsa Italiana - Ram

**Tavola 6 – Volatilità annuale dei principali settori dell'economia mondiale<sup>(1)</sup>**

<b>Indice</b>	<b>1996 1997</b>	<b>1997 1998</b>	<b>1998 1999</b>	<b>1999 2000</b>	<b>2000 2001</b>	<b>Intero Periodo</b>
Energy	11.1%	17.7%	21.2%	21.3%	19.9%	18.6%
Materials	8.6%	15.3%	18.1%	15.1%	15.8%	14.9%
Industrials	8.7%	13.7%	17.2%	14.6%	17.3%	14.6%
Consumer discretionary	9.1%	13.1%	18.4%	16.6%	18.6%	15.6%
Consumer staples	11.0%	13.8%	14.6%	17.0%	13.6%	14.2%
di cui:						
Food, Beverage & Tobacco	11.6%	14.2%	14.6%	17.6%	15.0%	14.7%
Health care	12.8%	16.8%	19.4%	20.1%	18.0%	17.6%
Financials	10.5%	17.5%	23.2%	17.1%	16.9%	17.5%
Information Technology	17.2%	21.7%	31.0%	31.1%	45.2%	30.9%
Telecommunication services	10.8%	14.8%	18.7%	25.2%	26.7%	20.2%
Utilities	7.2%	10.4%	10.8%	12.3%	14.1%	11.2%
World Index	8.8%	13.7%	16.8%	14.6%	15.9%	14.3%

(1) Volatilità dei rendimenti giornalieri, su base annuale, valutata sugli indici settoriali della famiglia Morgan Stanley Capital International World Index per il periodo dal 30.6.1996 al 30.6.2001. Volatilità annuali calcolate per il periodo 1 luglio - 30 giugno

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati MSCI

L'analisi macroeconomica ha evidenziato il settore alimentare come uno dei più rilevanti a livello di industria nazionale. I dati relativi alla capitalizzazione delle imprese e agli scambi avvenuti in Borsa mostrano tuttavia come nel corso degli ultimi 25 anni tale settore non abbia avuto un equivalente ruolo all'interno del mercato azionario. A fronte di un'incidenza in valore aggiunto del settore pari al 9,4% dell'industria italiana, a partire dal 1975 la capitalizzazione del settore alimentare non ha mai superato il 3,5% di quella complessiva, raggiungendo valori massimi nel 1975 e nel 1980 (3,4%)<sup>8</sup>. Nel quinquennio conclusivo degli anni '70 sono stati raggiunti valori massimi anche per numero di società quotate (11 società nel 1976 e 1977). Analoghe considerazioni possono essere effettuate in relazione al volume degli scambi (si veda la tavola 7). A partire da quel periodo e fino al 1994 si è assistito a una progressiva diminuzione del numero di società quotate, fino ad arrivare a sole 2 azioni e 2 società quotate nel 1994, con un contributo alla capitalizzazio-

(8) Non si evidenzia invece un netto sotto-dimensionamento del numero di imprese alimentari quotate rispetto al totale delle società del macrosettore Industriali, se raffrontato alla quota di società alimentari all'interno dell'industria nazionale.



ne complessiva pari ad appena lo 0,1%.

La dinamica delle ammissioni e delle revoche è stata fortemente influenzata dal flusso di privatizzazioni che ha interessato l'economia italiana nell'ultimo decennio. Mentre diverse società quotate, operanti principalmente nel settore dello zucchero (Romana Zucchero, Sermide, Italiana Industria Zuccheri), sono uscite dal listino a seguito della crisi di tale industria nei primi anni '80, alcune delle società quotate in quel periodo, all'epoca a partecipazione statale, sono ancora oggi quotate ma sotto il controllo di soggetti privati. I principali *assets* del gruppo Cirio (Cirio, Bertolli, De Rica), acquisiti nel 1994 dalla Finanziaria per lo Sviluppo FI.SVI., provengono dallo smembramento della Società Meridionale Finanziaria SME, che aveva incorporato la Alivar, con le sue controllate, dal gruppo Montedison nel luglio 1974<sup>9</sup>. Nestlè definì nel 1993 l'acquisto dall'IRI del Gruppo Dolciario Italiano, nel quale erano confluite nel 1978 le attività dolciarie residue della Unidal (anch'essa controllata da SME, nella quale si erano fuse le storiche società Motta - all'epoca quotata - e Alemagna).

Altre aziende quotate italiane, detentrici di marchi storici, sono invece state acquisite da gruppi italiani o esteri: la CIR acquistò nel 1985 dalla famiglia Buitoni il pacchetto di maggioranza della IBP Industrie Perugina e, di conseguenza, anche della divisione dolciaria del gruppo (all'epoca quotata come Ultra), definendo nel 1988 la revoca dalla quotazione delle due società. Gio. Buton, detentrice dei marchi Vecchia Romagna, Rosso Antico, Petrus e Batida, venne revocata nel 1994 dopo l'Opa di Francesco Cinzano & C. (società controllata dal gruppo Grand Metropolitan), mentre Chiari & Forti, produttore degli olii Topazio e Cuore, fu acquisita tramite Opa dall'americana Quaker Oats, a seguito di una forte crisi nel 1974-76.

Nel 1995, a seguito della ridefinizione della classificazione settoriale di Borsa Italiana<sup>10</sup>, le serie storiche subiscono una discontinuità. Considerando l'ultimo quinquennio, anche a seguito della progressiva crescita dimensionale del mercato nel suo complesso, si è assistito alla quotazione di alcune medie imprese del settore (tavola 8): a luglio 2001 il settore alimentare conta 8 società per una capitalizzazione complessiva di 3.877,7 milioni di euro, anche se fortemente concentrata nel titolo Parmalat Finanziaria (61,6% del totale).

(9) Le alte attività alimentari acquisite da SME nel corso del dopoguerra sono attualmente sotto il controllo di Unilever (attività produttive Bertolli), Carrefour (gruppo GS distribuzione), Benetton (Autogrill), Nestlè (Italgel, dopo Opa nel 1994) e Barilla (Pavesi).

(10) Nel corso del 1995 la classificazione settoriale di Borsa Italiana è stata modificata, con il cambiamento delle modalità di classificazione delle imprese, l'introduzione dei macrosettori Industriali, Finanziari e Servizi e con la ridenominazione del settore Alimentari e Agricole in settore Alimentari. La classificazione a 2 livelli (macrosettori e settori), basata non solo sull'oggetto sociale dell'attività, ma anche sulle aree di fatturato prevalenti, ha coesistito con la precedente nel corso del 1995 (con conseguente calcolo congiunto degli indici settoriali secondo le due diverse modalità). Per il 1995, nella presente analisi, sono stati utilizzati i dati riferiti alla nuova classificazione.

**Tavola 7 – La dimensione del settore alimentare in Borsa**

	Società			Capitalizzazione (ML euro)			Scambi (ML euro)		
	Alimentare	Industriali	Totale (società italiane)	Alimentare	Industriali	Totale (società italiane)	Alimentare	Industriali	Totale (incluse le estere)
2000	7	104	237	3 551	162 835	790 277	5 619	208 434	838 492
1999	7	109	241	7 428	144 081	714 147	7 982	122 719	502 990
1998	6	99	219	9 494	113 759	481 065	11 967	119 132	422 959
1997	5	96	209	6 804	93 110	309 896	7 056	54 549	174 328
1996	5	96	213	4 609	68 145	199 433	3 552	30 155	80 836
1995 <sup>(1)</sup>	5	98	216	4 358	56 219	168 142	4 670	25 270	72 480
1994	2	..	219	150	..	151 614	45	..	98 131
1993	2	..	218	142	..	120 983	15	..	53 481
1992	2	..	226	143	..	89 388	7	..	17 895
1991	4	..	229	1 115	..	91 886	250	..	16 040
1990	4	..	229	1 022	..	86 834	279	..	26 184
1989	4	..	235	1 073	..	111 164	241	..	27 584
1988	4	..	228	747	..	91 324	142	..	21 314
1987	6	..	225	828	..	72 676	174	..	21 674
1986	6	..	202	1 124	..	98 371	385	..	34 428
1985	7	..	161	689	..	50 713	224	..	13 591
1984	8	..	155	434	..	25 716	36	..	3 689
1983	8	..	150	398	..	17 920	33	..	3 037
1982	9	..	148	425	..	14 099	43	..	1 947
1981	9	..	141	456	..	14 848	114	..	6 370
1980	7	..	141	416	..	12 158	100	..	3 792
1979	8	..	144	160	..	5 340	56	..	1 485
1978	8	..	147	88	..	4 208	11	..	837
1977	11	..	155	85	..	2 774	5	..	389
1976	11	..	155	111	..	3 612	8	..	564
1975	10	..	153	131	..	3 835	9	..	578

(1) Nuova classificazione (cfr. nota 10)

Fonte: Borsa Italiana - Ram

**Tavola 8 – Le società alimentari quotate in Borsa (fine luglio 2001)**

Società (anno di ammissione a quotazione)	Capitalizzazione		Scambi nel 2000			
	(ML euro)	% su industr.	Contratti (numero)	Controv. (ML euro)	Turnover velocity <sup>(1)</sup> (%)	Volatilità su base annua (%)
Parmalat Finanziaria (1987) <sup>(2)</sup>	2 390.6	1.70%	172 654	1 786	79.63%	27.09%
Campari (2001)	889.0	0.62%	(5)	(5)	(5)	(5)
Cremonini (1998)	242.5	0.17%	56 571	266	75.13%	31.40%
Cirio (1993) <sup>(3)</sup>	153.6	0.11%	38 967	137	27.30%	62.47%
La Doria (1995)	65.3	0.05%	5 723	27	33.74%	19.44%
Bonifiche Ferraresi (1902)	50.5	0.04%	814	5	9.46%	28.69%
Centrale del Latte di Torino (2000) <sup>(4)</sup>	43.2	0.03%	4 225	11	112.64%	21.67%
Roncadin (1999)	43.0	0.03%	21 442	114	92.50%	36.02%
<b>TOTALE</b>	<b>3 877.7</b>	<b>2.71%</b>	<b>300 396</b>	<b>2 346</b>	<b>61.49%</b>	<b>32.40%</b>
<b>INDUSTRIALI</b>	<b>143 077.5</b>	<b>100.0%</b>	<b>11 783 555</b>	<b>165 959</b>	<b>71.87%</b>	<b>37.37%</b>
<b>BORSA</b>	<b>647 418.5</b>	<b>..</b>	<b>50 687 351</b>	<b>838 492</b>	<b>97.93%</b>	<b>42.23%</b>

(1) Rapporto tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media, calcolato su base annua

(2) Ammessa a quotazione con la denominazione Finanziaria Centro-Nord

(3) Ammessa a quotazione con la denominazione Finanziaria Cirio Bertolli De Rica, in seguito Cirio Finanziaria

(4) Scambi relativi al solo periodo 3.11.2000-29.12.2000

(5) Quotata nel 2001

Fonte: Borsa Italiana - Ram

**Tavola 9 – Altre società alimentari quotate in Borsa, dal 1975**

Società	Anno di:		Note
	Ammisione	Revoca	
Alivar	1973	1992	Quotata con la denominazione Alimont. Revoca per incorporazione in SME
Cavarzere	1981	1986	Sospensione nel 1983
Chiari & Forti	1973	1982	Revoca per OPA della Quaker Oats
Eridania (1)	1902	1995	Dal 1992 Finanziaria Agroindustriale; revoca per incorporazione in Montedison
Gio. Buton	1974	1994	Dal 1977 Buton; passata al settore Finanziarie nel 1978; revoca per OPA della Francesco Cinzano & C.
Imm. Agricola Vittoria	1974	1985	Dal 1981 Milanagricola Vittoria; revoca per incorporazione in Saffa, ora Reno De Medici
Industrie Buitoni Perugina	1972	1988	Dal 1985 Buitoni, poi Industrialfin; revoca per incorporazione in CIR
Italiana Industria Zuccheri	1981	1986	Sospesa dal 1983, a seguito di dichiarazione dello stato di insolvenza
Montedison	1965	2000	Ammessa con la denominazione Industrie Agricole Ligure Lombarda, poi Agricola Finanziaria, poi Ferruzzi Agricola Finanziaria. Classificata nel settore Alimentare dal 1995 al 1999
Motta	1939	1978	Unidal dal 1976; sospesa dal 1977
Perugina	1982	1988	Revoca per incorporazione in CIR
Romana Zucchero	1904	1980	-
Sermide	1976	1983	Dal 1977 Zuccherificio Sermide. Posta in liquidazione nel 1982
Venchi Unica	1970	1978	Quotata con la denominazione Talmone. Sospesa dal 1976. Posta nel 1977 in amministrazione controllata
Industrie Zignago	1986	..	Passata al settore chimico nel 1995

(1) Dal 1992, nell'ambito del riassetto della struttura del gruppo Montedison, Finanziaria Agroindustriale divenne una pura holding cui venne conferito il controllo di Eridania Beghin-Say, alla quale aveva ceduto le proprie attività industriali

Fonte: Borsa Italiana - Ram

L'incremento del numero di società quotate non è stato però in linea con la forte crescita del mercato, tanto che il peso del settore alimentare continua a essere modesto e pari al 2,7% della capitalizzazione complessiva del macrosettore delle società industriali e al solo 0,6% dell'intera capitalizzazione di Borsa.

I dati riportati nella tavola 10 e le considerazioni circa l'importanza del comparto all'interno delle economie dei Paesi, evidenziano come il settore alimentare in Italia non abbia ancora fatto ricorso in maniera significativa al mercato borsistico rispetto a quanto avvenuto nelle altre principali realtà europee. Considerando come metro di paragone le maggiori società continentali attualmente quotate nei principali mercati europei, Borsa Italiana quota attualmente una sola società di dimensioni comparabili (Parmalat Finanziaria, con una capitalizzazione di mercato pari a 2,4 miliardi di euro a fine luglio 2001).

**Tavola 10 – Le principali società del settore alimentare quotate in Europa (1)**

Società	Settore	Market Cap. ML euro (2)	Fatturato ML euro (3)	Ev/ Ebitda	P/ Sales	P/ Cash flow	P/ Earn.
<b>Euronext Amsterdam</b>							
Unilever NV	Misc/Diversified	38 238	47 582	14.06	0.80	....	62.52
Heineken NV	Brewery	17 682	7 014	14.84	2.52	18.59	28.48
Numico NV	Dairy Products	6 675	4 224	16.07	1.58	....	24.14
CSM	Misc/Diversified	2 005	2 725	8.05	0.72	8.62	12.88
Nutreco Holding NV	Misc/Diversified	1 639	3 126	10.84	0.52	7.38	17.16
Koninklijke Wessanen	Misc/Diversified	989	3 934	8.12	0.25	6.97	9.83
Grolsch NV	Brewery	372	255	5.50	1.46	6.28	13.75
<b>Euronext Belgium</b>							
Interbrew	Brewery	12 822	7 999	16.03	1.60	13.98	....
<b>Euronext Paris</b>							
Groupe Danone	Misc/Diversified	22 267	14 287	12.65	1.55	14.74	29.07
Pernod-Ricard	Wine/Spirits	4 680	4 382	9.66	1.07	16.53	24.00
Remy Cointreau	Wine/Spirits	1 562	791	9.33	1.70	15.03	9.07
Royal Canin	Misc/Diversified	1 341	425	15.50	3.15	26.20	44.21
Bongrain SA	Dairy Products	695	3 874	5.95	0.18	7.80	12.17
Fromageries Bel Vache qui Rit	Dairy Products	684	1 639	5.30	0.43	7.80	9.95
Unibel	Dairy Products	593	1 510	5.61	0.04	6.23	1.67
Taittinger SA	Wine/Spirits	578	816	5.16	0.71	5.34	16.36
LDC	Poultry	500	1 049	3.44	0.46	10.81	23.39
Brioche Pasquier	Baking	495	332	5.64	1.48	11.66	18.19
Grand Marnier	Wine/Spirits	376	143	5.12	2.64	55.82	13.02
Bonduelle S.C.A.	Misc/Diversified	344	840	6.20	0.41	3.43	24.58
<b>Deutsche Börse</b>							
Suedzucker AG	Misc/Diversified	2 481	4 517	4.16	0.53	6.92	16.12
Custodia Holding	Brewery	601	170	....	3.55	....	....
Kamps AG	Baking	539	1 505	9.40	0.35	33.42	11.25
Blaue Quellen Mineral & Heil	Non-alcoholic	309	1 045	4.16	0.30	9.11	39.12
Stuttgarter Hofbraeu AG	Brewery	275	114	5.93	2.43	11.68	13.32
Holsten-Brauerei AG	Brewery	254	892	6.08	0.24	4.62	28.00
Stollwerck AG	Confectionery	248	717	7.93	0.35	11.21	15.67
Mineralbrunnen AG	Non-alcoholic	242	168	12.96	1.56	10.50	24.48
<b>London Stock Exchange</b>							
Diageo Plc	Wine/Spirits	40 107	15 990	11.43	2.45	17.60	25.03
Unilever Plc	Misc/Diversified	28 316	45 941	7.87	0.60	15.13	61.12
Cadbury Schweppes Plc	Misc/Diversified	15 959	7 250	11.81	2.13	13.57	19.27
Allied Domecq Plc	Wine/Spirits	7 057	3 260	9.05	2.11	13.47	13.75
South African Breweries Plc	Brewery	6 618	3 119	7.12	1.98	7.98	14.62
Associated British Foods Plc	Misc/Diversified	6 117	6 982	3.25	0.85	10.28	27.19
Scottish & Newcastle Plc	Brewery	5 531	5 072	7.44	1.06	7.32	44.96
Tate & Lyle Plc	Sugar	2 026	5 811	7.34	0.34	9.55	....
Northern Foods Plc	Misc/Diversified	1 394	2 176	5.49	0.62	8.32	13.54
Greene King Plc	Brewery	812	685	6.61	1.14	6.01	10.77
Geest Plc	Misc/Diversified	811	898	6.88	0.88	9.94	17.33
Wolverhampton & Dudley	Brewery	759	949	6.94	0.78	7.72	35.11
Dairy Crest Group Plc	Dairy Products	670	1 946	5.08	0.34	4.91	17.03
Greggs Plc	Baking	655	537	6.74	1.20	10.62	18.30
Bulmer (H.P.) Holdings	Wine/Spirits	384	835	6.97	0.45	6.23	20.60
Uniq Plc	Misc/Diversified	374	2 653	2.76	0.14	2.95	....
Fuller Smith & Turner	Brewery	214	203	4.67	1.03	6.55	9.24
<b>Borsa Italiana</b>							
Parmalat Finanziaria	Dairy Products	2 433	7 349	6.83	0.33	3.37	12.50
Davide Campari-Milano	Wine/Spirits	900	434	....	....	....	....
Cremonini	Misc/Diversified	240	1 367	13.94	0.17	....	....
<b>Swiss Exchange</b>							
Nestle SA	Misc/Diversified	95 208	53 633	12.02	1.77	16.55	25.42
Lindt & Spruengli AG	Confectionery	1 389	1 012	11.26	1.40	19.27	28.15
Hero AG	Misc/Diversified	734	754	10.03	0.97	17.00	31.59
Barry Callebaut AG	Confectionery	682	1 587	9.34	0.43	....	12.06
<b>Valore mediano</b>						<b>7.23</b>	<b>0.85</b>
						<b>9.74</b>	<b>17.76</b>

(1) Si è fatto riferimento alla classificazione Bloomberg e sono state selezionate le food & beverages companies europee (escludendo i settori food-wholesale distributors e food-retail) con capitalizzazione superiore ai 200 milioni di euro al 31.7.2001, quotate presso Borsa Italiana, Deutsche Börse, Euronext, London Stock Exchange, Swiss Exchange (per Bolsa de Madrid non si sono rilevate società con le caratteristiche citate)

(2) Capitalizzazione calcolata sul prezzo *last* del giorno 31.7.2001

(3) Il dato di fatturato e i multipli di mercato sono riferiti ai dati dell'ultima trimestrale resa disponibile dalla società al 31.7.2001

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bloomberg



## 4. Le società quotabili

### 4.1 I criteri di selezione

Questa sezione del lavoro ha il duplice obiettivo di individuare l'attuale bacino di società alimentari potenzialmente quotabili sul mercato italiano e di evidenziare l'esistenza di caratteristiche distintive, in termini di risultati economici, patrimoniali e finanziari, tra le società alimentari italiane quotate e le controparti non quotate.

Le principali realtà aziendali operanti in Italia sono state individuate ponendo particolare attenzione alla classificazione delle realtà produttive. Ai fini della selezione, è stato utilizzato un fatturato minimo pari a 50 milioni di euro, valutato sull'ultimo bilancio disponibile. La consistenza del campione è stata poi ampliata attraverso fonti informative di natura finanziaria, che hanno consentito di includere anche società di dimensione inferiore alla soglia minima individuata, ma con un'immagine affermata sul mercato e una solida posizione competitiva<sup>11</sup>.

Nel campione sono state incluse tutte le società, indipendentemente dalla forma giuridica e dalle caratteristiche della struttura proprietaria (individuata sulla base delle fonti citate e ai dati disponibili nei siti Internet delle singole società). Sono stati considerati i bilanci consolidati nel caso di gruppi operanti nel solo settore alimentare. Poiché fanno parte del campione anche le società controllate, laddove rientranti nei criteri dimensionali di selezione, l'utilizzo dei bilanci consolidati ha consentito di stimare in maniera più precisa la dimensione complessiva delle sole realtà produttive alimentari operanti in Italia.

Nel caso di gruppi notevolmente diversificati e con rilevanti attività al di fuori del settore di interesse (ad es. Montedison) sono state incluse nel campione le sole società alimentari del gruppo (ad es. nel caso del gruppo Montedison si è inserita la sola Eridania e le sue controllate).

La definizione dei criteri di selezione ha tenuto in opportuna considerazione lo specifico obiettivo (una volta escluse le società quotate e le società controllate) della costruzione di una stima attendibile - seppur non individuata sulla base dei criteri formali di ammissione al mercato di Borsa - del numero di società alimentari italiane potenzialmente interessanti per una quotazione sul mercato borsistico<sup>12</sup>. Per individuare il sottocampione di società "quotabili" è stata posta attenzione all'analisi delle strutture proprietarie, poiché la quotazione non sarebbe verosimile per le controllate da società italiane già quotate o da gruppi italiani non quotati (dove è più verosimile la quotazione della capogruppo) e da gruppi esteri. Per questi ultimi si è ipotizzato come regola generale che la quotazione, laddove possibile, sia probabile sul mercato di riferimento della capogruppo (anche se rimane ipotizzabile una quotazione sul mercato italiano in presenza di particolari strategie aziendali o dove la notorietà del marchio sia particolarmente elevata in Italia).

Il prevalente, ma non unico, utilizzo di un criterio di natura dimensionale ha considerato il fatto che gli esistenti requisiti formali per l'ammissione alla quotazione sui mer-

(11) Le fonti informative di riferimento sono principalmente Agra Editrice (2001) e Mediobanca (2000b).

(12) Una ricerca di questo tipo, anche se priva di un focus settoriale, è presente in Massari M. et al. (1992).



cati di Borsa Italiana<sup>13</sup> - così come sui principali mercati internazionali - rappresentano oggi delle condizioni di selezione necessarie ma non sufficienti. Nell'attuale contesto di crescente segmentazione dell'offerta di quotazione, sempre maggiore importanza viene attribuita alla verifica di requisiti di natura sostanziale quali l'esistenza di un *business plan* coerente, l'affidabilità del *management team*, la garanzia di adeguati meccanismi di *investor relation* e *corporate governance* all'interno dell'impresa. Sarebbe stato quindi fuorviante basarsi solo su requisiti minimi di natura strettamente quantitativa.

Ai fini della costruzione del campione si è quindi scelto di utilizzare criteri di selezione dimensionali più stringenti rispetto alle soglie minime definite nel Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana<sup>14</sup>, e di tenere in maggiore considerazione la rappresentatività territoriale delle imprese, l'affermazione dei *brand* commercializzati e la dimensione del business aziendale. Tali criteri, pur sottostimando l'universo delle società italiane formalmente quotabili, sembrano fornire una rappresentazione più realistica rispetto ad altre modalità di selezione, più oggettive ma allo stesso tempo maggiormente acritiche.

Il campione di studio è in conclusione costituito da 291 società del settore alimentare, di cui 201 potenzialmente quotabili sul mercato italiano: le statistiche descrittive si riferiscono all'anno 1999, mentre le stime econometriche sono basate su un *dataset* più ampio, che fa riferimento ai dati di bilancio disponibili per il periodo 1996-99. La fonte dei dati di bilancio è Aida - Bureau Van Dijk.

#### **4.2. Le principali caratteristiche del campione.**

Come evidenziato in tavola 11, il campione contiene 291 società di cui (con riferimento alla situazione di fine luglio 2001) 8 quotate in Italia e 283 non quotate, di cui 201 indipendenti, 11 controllate da quotate in Italia, 23 controllate da non quotate e 48 controllate da gruppi esteri (quotati o non). Il campione è prevalentemente costituito da società per azioni (76,6%), mentre la quota rimanente è pressoché uniformemente ripartita tra società a responsabilità limitata (12,7%) e società consortili (10,7%).

Prima di focalizzare l'attenzione sul gruppo di società quotabili, è opportuno comparare la composizione del campione con la struttura dell'industria alimentare italiana nel suo complesso. A tale scopo è necessario evitare le duplicazioni dovute all'utilizzo dei bilanci consolidati per le capogruppo, e sono quindi state escluse dal campione le società controllate da società italiane quotate e non quotate già presenti nel campione.

(13) Gli attuali requisiti quantitativi per l'ammissione al mercato di Borsa si sostanziano in una capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 5 milioni di euro e un flottante minimo del 25%. Per l'ammissione al segmento STAR la capitalizzazione non deve superare gli 800 milioni di euro, mentre il flottante deve essere almeno del 35%.

(14) Considerando un rapporto *price/sales* del settore pari a 0,85 (tavola 10) e il requisito minimo in termini di capitalizzazione, i requisiti minimi di ammissione richiederebbero un fatturato minimo pari a soli 6 milioni di euro.

**Tavola 11 – Ripartizione del campione per forma giuridica e tipologia di società**

Forma giuridica (dati anno 1999)	Tipologia di società					
	Quotate	Non quotate			Totale	
		Indipendenti	Controllate da società quotate	non quotate		
Spa	8	145	11	16	43	223
Srl	-	29	-	3	5	37
Consorzi	-	27	-	4	-	31
Totali numero società	8	201	11	23	48	291
Fatturato (ML euro) <sup>(1)</sup>	8 767	24 635	730	4 120	10 506	48 757
Dipendenti	45 464	77 847	34 376	10 700	34 626	203 013

(1) I dati di fatturato sono disponibili per l'89,0% delle società  
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

**Tavola 12 – Ripartizione del campione per classi dimensionali e tipologia di società**

Classe dimensionale (dati anno 1999)	Tipologia di società					
	Quotate	Non quotate			Totale	
		Indipendenti	Controllate da società quotate	non quotate		
<b>Classi di fatturato <sup>(1)</sup></b>						
Oltre 500 milioni di euro	2	7	-	2	6	17
Tra 300 e 500 milioni di euro	2	6	-	-	-	8
Tra 200 e 300 milioni di euro	1	6	-	2	5	14
Tra 100 e 200 milioni di euro	-	46	3	7	12	68
Tra 50 e 100 milioni di euro	1	91	4	6	14	116
Fino a 50 milioni di euro	1	28	-	3	4	36
Totali	7	184	7	20	41	259
<b>Classi di dipendenti</b>						
Oltre 500	6	29	2	2	12	51
Tra 300 e 500	-	20	1	4	13	38
Tra 200 e 300	-	38	4	6	4	52
Tra 100 e 200	1	58	2	8	9	78
Tra 50 e 100	1	31	1	2	8	43
Fino a 50	-	25	1	1	2	29
Totali	8	201	11	23	48	291

(1) I dati di fatturato sono disponibili per l'89,0% delle società  
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

Focalizzandosi su tale sottocampione, si evidenzia come le principali società italiane del settore alimentare occupino quasi 158.000 dipendenti, con un fatturato complessivo di circa 43.907 milioni di euro (tavola 13).

La struttura dimensionale, a seguito dei criteri di selezione adottati, è ovviamente concentrata nelle classi più elevate. Facendo riferimento alle imprese con più di 50 dipendenti, il Censimento Istat delle imprese del 1996 – che costituisce l'unico confronto possibile rispetto alla struttura complessiva del settore a livello nazionale – era composto per il 50,1% da società con 50-99 dipendenti (a fronte del solo 17,4% nel campione del settore alimentare), per il 29,8% da società con 100-199 dipendenti (contro il 29,6%), per il 14,5% da società con 100-199 dipendenti (contro il 32,6%) e per il 5,5% da società con



oltre 500 dipendenti (contro il 20,4%).

**Tavola 13 – Ripartizione per classi dimensionali delle società non controllate da società o gruppi italiani (anno 1999)**

FATTURATO <sup>(1)</sup> (ML euro)	N°	%	Fatturato	%	DIPENDENTI	N°	%	Dipendenti	%
Oltre 500	15	6.5%	21 459	48.9%	Oltre 500	47	18.0%	120 897	76.5%
Tra 300 e 500	8	3.4%	3 201	7.3%	Tra 300 e 500	33	12.8%	12 807	8.1%
Tra 200 e 300	12	5.2%	2 936	6.7%	Tra 200 e 300	42	16.3%	10 262	6.5%
Tra 100 e 200	58	25.0%	7 860	17.9%	Tra 100 e 200	68	26.5%	10 246	6.5%
Tra 50 e 100	106	45.7%	7 346	16.7%	Tra 50 e 100	40	15.6%	3 174	2.0%
Fino a 50	33	14.2%	1 106	2.5%	Fino a 50	27	10.5%	551	0.3%
Totali	232	100.0%	43 907	100.0%	Totali	257	100.0%	157 937	100.0%

(1) I dati di fatturato sono disponibili per il 90,2% delle società  
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

La tavola 13, oltre alla rilevanza delle società con oltre 300 milioni di euro per fatturato (56,2% del fatturato totale) e oltre 300 addetti (84,6%), evidenzia una presenza significativa di imprese con fatturato compreso tra 50 e 200 milioni di euro, grazie alla consistenza numerica del numero di soggetti presenti in queste classi dimensionali (164 imprese su 232, rappresentative del 34,6% del fatturato complessivo).

I criteri di selezione del campione (riportati nel paragrafo 4.1) hanno individuato 201 società italiane operanti nel settore alimentare indipendenti e ancora non quotate: tale sottoinsieme costituisce una stima del gruppo di società potenzialmente interessanti per una quotazione sul mercato, laddove ovviamente esistano adeguate motivazioni economico-finanziarie per la quotazione<sup>15</sup>.

Nella tavola 14 si evidenzia non solo la consistenza numerica dell'aggregato di società non quotate indipendenti, ma anche la loro rilevanza in termini dimensionali. Nonostante quasi il 90% delle società non quotate ricada in una fascia di fatturato inferiore a 200 milioni di euro e il 75,6% impieghi meno di 300 dipendenti, il campione comprende 13 società di dimensioni assolutamente rilevanti, con un fatturato superiore ai 300 milioni di euro. Sette tra esse superano addirittura i 500 milioni di euro e si collocano nella fascia dimensionale delle maggiori aziende italiane attualmente quotate. Ventinove società alimentari non quotate impiegano più di 500 dipendenti.

(15) La definizione di società "quotabili" si basa su un criterio che unisce la dimensione/importanza della società nel settore, la nazionalità italiana delle società stesse e l'indipendenza, ovvero il fatto di non essere controllata da altra società. Sono quindi escluse da questo conteggio, oltre alle società già quotate e alle loro controllate, anche le controllate appartenenti a gruppi non quotati e le società italiane controllate da gruppi esteri. Per le 29 società a responsabilità limitata e le 27 società consorziali presenti nel sottocampione individuato, la quotazione è ovviamente subordinata alla costituzione in forma di Spa; tali imprese sono definite quotabili in funzione dell'esistenza di adeguate caratteristiche dimensionali.

**Tavola 14 – Ripartizione per classi dimensionali delle società non quotate indipendenti (anno 1999)**

FATTURATO (1) (ML euro)	N°	%	Fatturato	%	DIPENDENTI	N°	%	Dipendenti	%
Oltre 500	7	3.8%	7 383	30.0%	Oltre 500	29	14.4%	49 160	63.1%
Tra 300 e 500	6	3.3%	2 412	9.8%	Tra 300 e 500	20	10.0%	7 680	9.9%
Tra 200 e 300	6	3.3%	1 493	6.1%	Tra 200 e 300	38	18.9%	9 228	11.9%
Tra 100 e 200	46	25.0%	6 085	24.7%	Tra 100 e 200	58	28.9%	8 779	11.3%
Tra 50 e 100	91	49.5%	6 278	25.5%	Tra 50 e 100	31	15.4%	2 485	3.2%
Fino a 50	28	15.2%	984	4.0%	Fino a 50	25	12.4%	515	0.7%
<b>Totale</b>	<b>184</b>	<b>100.0%</b>	<b>24 635</b>	<b>100.0%</b>	<b>Totale</b>	<b>201</b>	<b>100.0%</b>	<b>77 847</b>	<b>100.0%</b>
<b>Su tot. non controllate</b>	<b>232</b>	<b>79.3%</b>	<b>43 907</b>	<b>56.1%</b>	<b>Su tot. non controllate</b>	<b>257</b>	<b>78.2%</b>	<b>157 937</b>	<b>49.3%</b>

(1) I dati di fatturato sono disponibili per il 91,5% delle società  
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

Il fatturato complessivamente assicurato dalle società non quotate indipendenti rappresenta il 56,1% (24.635 milioni di euro) del totale del campione, contro il solo 20% delle società quotate (8.767 milioni) e il 23,9% delle società controllate da gruppi esteri (10.506 milioni). La suddivisione per occupati ribadisce l'importanza del gruppo di società non quotate: le percentuali sono rispettivamente pari a 49,3% per le non quotate, 28,8% per le quotate e 21,9% per le controllate da gruppi esteri.

Non sorprendentemente, la ripartizione geografica del campione (tavola 15) evidenzia il ruolo di primo piano svolto dalle regioni del centro nord e, in particolare, della pianura padana: Emilia Romagna, Lombardia, Veneto e Piemonte si collocano ai primi quattro posti per fatturato complessivo e per occupati totali, seguite dal Lazio (4,1% per fatturato e 3,5% per dipendenti). Seguono Toscana, con contributi del 3,9% per fatturato e 3,2% per dipendenti, e Trentino Alto Adige (rispettivamente 2,5% e al 3,3%). Non è elevata la presenza di società dislocate nel sud del Paese, che concorre complessivamente per il 3,2% del fatturato e il 3,7% degli occupati (di cui rispettivamente l'1,7% e il 1,5% nella sola Campania).

Per quanto concerne la ripartizione settoriale (tavola 16) il campione selezionato comprende una quota rilevante di società nel comparto della produzione di pasta, dolci e zucchero (32,9% per fatturato, 39,4% per occupati), seguito dall'industria della lavorazione della carne (18,7% per fatturato e 22,0% per occupati), dal comparto lattiero-caseario (13,5% e 8,7%) e dal settore *beverage* (9,9% e 9,1%).

**Tavola 15 – Ripartizione per regione del campione di società non quotate indipendenti**

<b>Regione (dati anno 1999)</b>	<b>Numero Società</b>	<b>Fatturato (1)</b>			<b>Dipendenti</b>		
		Osserv.	Totali	%	Osserv.	Totali	%
Emilia-Romagna	46	44	7 302	29.6%	46	25 052	32.2%
Lombardia	46	44	5 542	22.5%	46	15 155	19.5%
Veneto	26	24	3 452	14.0%	26	11 309	14.5%
Piemonte	13	9	2 708	11.0%	13	8 543	11.0%
Toscana	11	11	967	3.9%	11	2 495	3.2%
Trentino-Alto Adige	9	8	620	2.5%	9	2 547	3.3%
Campania	8	5	376	1.5%	8	1 307	1.7%
Abruzzo	5	5	423	1.7%	5	1 693	2.2%
Lazio	5	5	1 006	4.1%	5	2 758	3.5%
Sardegna	5	3	187	0.8%	5	717	0.9%
Friuli	4	4	316	1.3%	4	1 003	1.3%
Liguria	4	4	276	1.1%	4	683	0.9%
Marche	4	4	310	1.3%	4	1 171	1.5%
Molise	4	3	148	0.6%	4	386	0.5%
Puglia	4	4	280	1.1%	4	369	0.5%
Umbria	4	4	460	1.9%	4	1 845	2.4%
Sicilia	3	3	263	1.1%	3	814	1.0%
<b>Totale</b>	<b>201</b>	<b>184</b>	<b>24 635</b>	<b>100.0%</b>	<b>201</b>	<b>77 847</b>	<b>100.0%</b>

(1) I dati di fatturato sono disponibili per il 91,5% delle società  
 Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

**Tavola 16 – Ripartizione per settore del campione di società non quotate indipendenti**

<b>Settore (dati anno 1999)</b>	<b>N°</b>	<b>Fatturato (1)</b>			<b>Dipendenti</b>		
		N°	Totali	%	N°	Totali	%
Produzione, lavorazione e conservazione di carne e prodotti a base di carne	42	41	4 601	18.7%	42	17 130	22.0%
- Salumi	14	13	1 326	5.4%	14	5 082	6.5%
- Altre lavorazioni della carne	28	28	3 275	13.3%	28	12 048	15.5%
Lavorazione e conservazione di pesce e prodotti a base di pesce	5	4	202	0.8%	5	749	1.0%
Lavorazione e conservazione di frutta e ortaggi	19	16	1 762	7.2%	19	7 336	9.4%
Fabbricazione di olii e grassi vegetali e animali	13	13	1 423	5.8%	13	1 411	1.8%
Industria lattiero-casearia	35	33	3 338	13.5%	35	6 745	8.7%
Prodotti di panetteria, paste alimentari, zucchero	40	36	8 115	32.9%	40	30 676	39.4%
- Dolcario	18	17	3 603	14.6%	18	14 757	19.0%
- Molini e pastifici	15	12	3 236	13.1%	15	11 592	14.9%
- Lavorazione dello zucchero	7	7	1 276	5.2%	7	4 327	5.6%
Lavorazione del caffè	4	3	947	3.8%	4	2 277	2.9%
Bevande	26	22	2 372	9.6%	26	7 085	9.1%
- Vino	15	12	956	3.9%	15	2 832	3.6%
- Alcolici	6	5	704	2.9%	6	2 527	3.2%
- Acqua e altri non alcolici	5	5	712	2.9%	5	1 726	2.2%
Altre produzioni (2)	17	16	1 876	7.6%	17	4 438	5.7%
<b>Totale</b>	<b>201</b>	<b>184</b>	<b>24 635</b>	<b>100.0%</b>	<b>201</b>	<b>77 847</b>	<b>100.0%</b>

(1) I dati di fatturato sono disponibili per il 91,5% delle società

(2) Le altre produzioni includono principalmente: prodotti per l'alimentazione animale, lavorazione del sale e del riso, produzione di amidi e derivati, preparazione di alimenti precotti e alcune società con produzioni altamente diversificate

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk



Il contributo all'ampliamento del listino di Borsa derivante dalla possibile quotazione di alcune tra queste società potrebbe essere significativo, stante l'attuale scarsa presenza di società alimentari quotate in Italia, anche con riferimento alla capitalizzazione complessiva del mercato.

Una stima relativa al contributo alla crescita della capitalizzazione della Borsa che potrebbe provenire dall'ingresso sul mercato delle società alimentari italiane ancora non quotate può essere effettuata utilizzando gli attuali multipli di mercato (e in particolare il rapporto *price/sales*<sup>16</sup>) delle principali società europee quotate e i dati di fatturato per le società italiane non quotate individuate nel campione. Consapevoli dei limiti di questo semplice calcolo e considerandone quindi i risultati con tutte le cautele del caso, è possibile stimare un contributo alla capitalizzazione del mercato italiano di circa 7,5 miliardi di euro, attraverso la quotazione delle società ancora non quotate con un fatturato superiore ai 300 milioni di euro (13 società). Tale contributo sarebbe pari a più del doppio dell'attuale capitalizzazione dell'intero settore. Se si considerano anche le altre 132 società per azioni di più piccole dimensioni, per le quali è necessario considerare uno *small firm effect* che riduce l'entità dei multipli di mercato, si può valutare un ulteriore contributo circa della stessa entità, che porterebbe a un incremento complessivo della capitalizzazione di circa 15-16 miliardi di euro (pari al solo 2,4% circa della capitalizzazione complessiva della Borsa alla fine di luglio 2001, ma ben al 10,8% rispetto al comparto delle società industriali).

L'esistenza e la rilevanza di società ancora non quotate di dimensione comparabile alle maggiori società quotate in Italia emerge anche dalla tavola 17, che elenca le 40 principali società oggetto di analisi. Quasi il 40% del fatturato complessivo delle società quotabili è dovuto alle 13 società con ricavi superiori ai 300 milioni di euro (9,8 miliardi di euro); dei 77.847 dipendenti occupati dalle società quotabili, oltre 49.000 sono occupati nelle 29 società con più di 500 dipendenti. Inoltre, 27 tra le prime 40 società del settore non sono quotate (in Italia o all'estero, o non è quotata la loro capogruppo) alla fine di luglio 2001, per un fatturato complessivo di 12,9 miliardi di euro e oltre 43.500 addetti. Considerando i primi 10 *players*, 3 (Barilla, Ferrero e Veronesi Finanziaria) non sono quotati e hanno ottenuto nel 1999 ricavi superiori a 1 miliardo di euro.

(16) La scelta del rapporto *price/sales* rispetto ad altri multipli di mercato (ad esempio al *price/earnings*) è dettata dalla sua disponibilità per ogni tipologia di impresa, dalla sua maggiore stabilità in relazione all'andamento del ciclo economico e dalla sua minore suscettibilità rispetto all'adozione di diverse convenzioni contabili nella stesura del bilancio da parte delle imprese (modalità di ammortamento, valutazione delle rimanenze, possibilità di contabilizzare/spesare alcune tipologie di spese, classificazione delle spese straordinarie). Ai fini della stima si è utilizzato il dato mediano del rapporto *price/sales* riportato in tavola 10.

**Tavola 17 – Le 40 principali società o gruppi inclusi nel campione (anno 1999)**

		Fatturato ML euro	Dipendenti	Altre controllate incluse nel campione
1	Parmalat Finanziaria <sup>(1)</sup>	6 357	38 303	Boschi Luigi & Figli, Centrale del latte di Roma, Eurolat, Gala Italia, Lactis
2	Barilla G. & R. F.lli	2 069	8 712	Barilla Alimentare, Forneria Lucana, Gran Milano, Sanson
3	Nestlè Italiana (gruppo Nestlè) <sup>(2)</sup>	1 595	6 155	Friskies Italia, San Pellegrino
4	P. Ferrero & C.	1 538	5 504	
5	Cremonini <sup>(1)</sup>	1 289	3 735	Corte Buona, Guardamiglio Carni
6	Veronesi Finanziaria	1 276	5 862	AIA Agricola Italiana, Montorsi Francesco & Figli
7	Unilever Italia (gruppo Unilever) <sup>(2)</sup>	1 272	2 754	
8	Eridania (gruppo Montedison) <sup>(1)</sup>	1 092	3 300	Carapelli Firenze, Cerestar Italia, Riso Eurico Italia, Industria Saccarifera Ital.
9	Egidio Galbani (gruppo Danone) <sup>(2)</sup>	1 056	4 691	
10	Kraft Jacobs Suchard (gruppo Kraft) <sup>(2)</sup>	740	1 731	
11	Luigi Lavazza	671	1 676	
12	S.E.C.I.	666	3 305	
13	Perfetti	607	3 386	
14	Consorzio Cooperativo Conserve Italia	556	2 651	
15	STAR Stabilimento Alimentare	491	1 473	
16	Granarolo	448	873	Sail
17	Davide Campari Milano <sup>(1)</sup>	432	905	Campari - Crodo
18	Euricom	424	650	Corticella Molini & Pastifici
19	Acqua Minerale S. Benedetto	379	1 014	
20	Cirio <sup>(1)</sup>	358	584	
21	Birra Peroni Industriale	353	1 015	
22	Cesare Fiorucci	317	1 466	
23	Grandi Molini Italiani	294	190	
24	La Doria <sup>(1)</sup>	270	594	
25	F.lli Martini & C.	270	614	
26	Chiari & Forti	260	873	
27	Roquette Italia (gruppo Roquette) <sup>(2)</sup>	252	489	
28	Dolma	242	364	
29	S.F.I.R.	240	537	
30	Plasmon Dietetici (gruppo Heinz) <sup>(2)</sup>	227	1 279	
31	Italiana Alimenti	215	111	
32	Unicarni	215	183	
33	Giuseppe Citterio	214	1 162	
34	Bestfoods Italia (gruppo Unilever) <sup>(2)</sup>	214	443	
35	Gruppo Italiano Vini	209	484	
36	Sitia Yomo	196	579	Caseificio Pasquale Pettinicchio
37	Lucchese Olii e Vini SALOV	190	195	
38	Consorzio Latterie Sociali Mantovane	188	232	Bertana, Brendolan Alimentari
39	San Carlo Gruppo Alimentare	186	282	
40	Sterilgarda Alimenti	175	227	

(1) Società quotata in Italia o controllata da società quotata in Italia

(2) Società controllata da quotata in mercati esteri

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk



## 5. Performance e struttura finanziaria: una verifica empirica

Al fine di poter effettuare alcune valutazioni circa le dinamiche economiche del campione di società del settore alimentare, si sono utilizzate le informazioni contenute nella banca dati Aida - Bureau Van Dijk, relative ai bilanci aziendali delle imprese oggetto di interesse. Si sono considerati i bilanci per un periodo storico di quattro anni (1996-99); i dati annui di alcune imprese sono poi stati eliminati seguendo un criterio di completezza della banca dati (per alcune imprese la fonte non fornisce l'intero set di variabili di interesse) ed eliminando le code della distribuzione degli indicatori di redditività. In tal modo si è voluto procedere a un *cleaning* del campione al fine di eliminare eventuali *outliers* e/o errori di misurazione presenti nella banca dati. Ne è risultato un campione di 926 osservazioni: 204 imprese nel 1996, 233 nel 1997, 237 nel 1998 e 252 nel 1999.

La strategia di indagine ottimale ci avrebbe dovuto indurre a confrontare le caratteristiche economico-finanziarie delle società quotate verso le non quotate e trarre le conseguenti conclusioni. L'esiguità del campione delle società quotate non consente però di ottenere risultati robusti in tale direzione. Si è quindi optato per un approccio più generale, volto a individuare l'esistenza di una relazione tra la struttura finanziaria delle imprese e le loro *performances*; quindi se esiste una relazione positiva tra l'utilizzo del capitale di rischio e la redditività delle imprese. Ciò significa implicitamente individuare un legame tra redditività e utilizzo del mercato azionario, essendo la Borsa canale privilegiato di finanziamento attraverso *equity*.

La tavola 18 riporta alcune statistiche descrittive relative a indicatori di bilancio delle società del campione<sup>17</sup>. Nella media il Roi è pari al 5,8%, il Ros al 4,1%. Pressoché tutte le imprese del campione fanno registrare tassi di rendimento positivi (il percentile dell'ultimo 10% è positivo), anche se il valore della mediana inferiore alla media suggerisce che un numero consistente di imprese registri tassi di rendimento inferiori al dato medio. Relativamente alla struttura del passivo, il campione registra un'incidenza del patrimonio sul totale del capitale investito prossima al 27%. Anche in questo caso la mediana segnala una maggiore concentrazione di osservazioni al di sotto della media. L'ultimo 10% della distribuzione raggiunge però livelli di patrimonializzazione superiori al 50%. La maggiore importanza relativa della fonte del debito rispetto al capitale di rischio è segnalata anche dal rapporto tra debito e patrimonio netto che, sulla base del dato mediano, è circa pari a tre volte. Il debito è prevalentemente a breve termine: in media conta circa per l'80% del totale dell'indebitamento e per il primo 10% della distribuzione è già pari al 64%. La tavola 19 e la tavola 20 propongono una disaggregazione degli indicatori, rispettivamente per branca settoriale di appartenenza e per dimensione dell'impresa. Redditività più elevate della media sono fatte registrare da settori quali la lavorazione del caffè (Roi pari al 13,7%), fabbricazione di olii (9,6%), acqua e non alcolici (8,8%). Elevati livelli di patrimonializzazione si registrano nel settore della lavorazione del caffè (47,1%) e delle bevande (41,9% per gli alcolici e circa pari al 30% per vino e acqua).

(17) Gli indicatori considerati sono il rapporto tra patrimonio netto e totale passivo (Patr), il rapporto tra debito e patrimonio netto (De), il rapporto tra utile e capitale investito (Roi), tra utile e fatturato (Ros), tra utile e totale attivo (Roa), tra fatturato e totale attivo (*turnover velocity*-Turn).

**Tavola 18 – Principali indicatori di bilancio per il campione di riferimento <sup>(1)</sup>**

	<b>Media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>Mediana</b>	<b>10° perc.</b>	<b>90° perc.</b>
Roi	5.8%	5.8%	4.8%	0.07%	13.6%
Ros	4.0%	4.7%	3.1%	0.07%	9.2%
Roa	2.2%	4.8%	1.1%	-1.1%	7.1%
Turnover velocity	1.7	1.1	1.4	0.8	3.1
Costo debito	4.1%	2.8%	3.7%	1.2%	7.2%
Patrimonio/Capitale Investito	26.9%	18.2%	23.1%	7.5%	52.5%
Debito/Patrimonio	8.9	57.7	2.9	0.7	11.3
Debito a breve/Debito totale	84.9%	15.2%	88.0%	64.3%	100.0%

(1) Le statistiche si riferiscono a un campione di 926 osservazioni che coprono il periodo 1996-99

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

**Tavola 19 – Principali indicatori di bilancio: ripartizione settoriale <sup>(1)</sup>**

	<b>Media</b>					<b>Deviazione standard</b>			
	N	Roi	Ros	Patr	De	Roi	Ros	Patr	De
<b>Carne e prodotti a base di carne</b>									
- Salumi	52	6.5%	4.3%	23.0%	5.3	3.5%	2.5%	12.7%	6.0
- Altre lavorazioni di carne	132	4.3%	1.9%	18.0%	31.4	4.3%	2.2%	11.7%	144.1
<b>Pesce e prodotti a base di pesce</b>	12	5.6%	2.2%	13.8%	6.5	4.3%	1.7%	3.7%	3.1
<b>Frutta e ortaggi</b>	96	5.1%	3.2%	24.9%	11.9	6.1%	4.1%	16.5%	52.4
Fabbricazione di olli e grassi vegetali e animali	45	9.6%	4.1%	25.6%	3.9	6.8%	3.1%	13.5%	2.7
Industria lattiero casearia	162	3.9%	2.5%	22.7%	5.5	4.8%	3.0%	14.8%	4.8
Prodotti di panetteria, paste alimentari e zucchero									
- Dolciario	96	7.5%	5.4%	32.1%	3.0	7.3%	6.0%	24.4%	6.6
- Molini e pastifici	57	4.7%	3.4%	35.6%	3.1	5.0%	4.0%	21.6%	3.3
- Lavorazione dello zucchero	36	3.0%	2.3%	28.3%	3.1	2.9%	2.3%	12.5%	1.8
Lavorazione del caffè	12	13.7%	7.6%	47.1%	1.4	6.6%	5.3%	21.1%	1.2
Bevande									
- Vino	50	4.7%	5.1%	28.6%	5.0	4.4%	6.9%	19.8%	5.4
- Alcolici	44	6.6%	8.7%	41.9%	3.1	5.2%	8.0%	22.9%	5.0
- Acqua e non alcolici	35	8.8%	6.7%	28.9%	5.3	6.2%	4.4%	16.5%	7.6
Altre produzioni	97	7.5%	5.8%	30.9%	3.4	6.9%	5.3%	16.7%	3.5

(1) Le statistiche si riferiscono a un campione di 926 osservazioni che coprono il periodo 1996-99

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

**Tavola 20 – Principali indicatori di bilancio: ripartizione per classe dimensionale <sup>(1)</sup>**

<b>FATTURATO</b> (ML euro)	<b>Media</b>					<b>Deviazione standard</b>			
	N	Roi	Ros	Patr	De	Roi	Ros	Patr	De
Fino a 50	179	6.0%	4.5%	29.3%	8.7	6.4%	5.6%	21.0%	40.1
Da 50 a 100	409	5.2%	3.5%	25.6%	11.8	5.5%	4.2%	18.2%	80.9
Da 100 a 200	214	6.4%	4.0%	24.9%	6.8	5.9%	4.8%	16.0%	23.2
Da 200 a 300	41	5.6%	4.2%	26.4%	4.5	7.2%	4.5%	12.9%	4.9
Da 300 a 500	23	8.3%	6.8%	37.1%	2.8	5.0%	6.0%	20.0%	2.9
Oltre 500	60	5.9%	5.2%	32.6%	2.9	5.1%	4.2%	16.1%	2.7

(1) Le statistiche si riferiscono a un campione di 926 osservazioni per il periodo 1996-99

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk



Relativamente alla classe dimensionale, il gruppo di imprese che registra *performances* più elevate si concentra nella classe che va da 300 a 500 milioni di euro di fatturato, che è anche la classe con il maggior livello di patrimonializzazione (37,1%). La relazione positiva tra classe dimensionale e *performance* non appare comunque in modo netto.

La tavola 21 propone l'evoluzione nel tempo degli indicatori: il 1996 è l'anno che, a livello di intero campione, sottolinea tassi di remunerazione del settore mediamente più elevati tanto in termini di Roi che di Ros. Il livello di patrimonializzazione è in marginale calo dal 1997 al 1999, come già evidenziato nell'analisi macroeconomica. Sono inoltre proposte le medesime statistiche per il sottocampione delle società quotate. Come già precisato l'esiguità dello stesso non consente però confronti robusti o generalizzazioni.

**Tavola 21 – Alcuni confronti con le società quotate<sup>(1)</sup>**

Valori medi	Totale campione				Società quotate			
	Roi	Ros	Patr	De	Roi	Ros	Patr	De
1996	7.0%	4.3%	26.8%	7.2	5.9%	6.4%	28.2%	2.6
1997	5.9%	4.1%	27.6%	7.2	4.3%	10.7%	45.7%	1.7
1998	5.4%	3.9%	27.1%	8.4	3.7%	3.6%	24.7%	3.3
1999	5.0%	3.8%	26.4%	12.2	4.0%	2.6%	26.2%	2.9
Intero periodo	5.8%	4.0%	26.9%	8.9	4.3%	5.4%	30.5%	2.7

(1) Dati medi su 926 osservazioni totali e 13 osservazioni per le società quotate

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

Come ultimo passo dell'analisi si è cercato di individuare un'evidenza empirica della dipendenza della *performance* aziendale dalle decisioni di struttura finanziaria d'impresa. A tal proposito si sono individuati due indicatori tradizionali di *performance*: il Roi e il Ros<sup>18</sup>. Si è quindi verificata l'esistenza di una relazione tra queste variabili e gli indicatori di struttura finanziaria quali il livello di patrimonializzazione (rapporto tra patrimonio netto e capitale investito, Patr) e il rapporto tra debito e patrimonio netto (De). Nelle equazioni stimate sono stati inclusi alternativamente al fine di evitare problemi di multicollinearità.

Per le stime econometriche si è utilizzata l'intera banca dati disponibile effettuando un *pool* di tutte le osservazioni. Ogni osservazione è quindi identificata da un'impresa e dal tempo, senza che se ne costruisca un *panel* ovvero una banca dati capace di seguire la medesima impresa nel corso del tempo<sup>19</sup>. Le stime proposte si configurano come correlazioni ottenute tenendo conto di alcune caratteristiche strutturali dell'impresa quali la dimensione, la branca settoriale di appartenenza e gli *shocks* macroeconomici colti dalle *dummy* temporali. Inoltre si controlla esplicitamente per lo stato dell'impresa, evidenziando se è quotata<sup>20</sup>.

La tavola 22 e la tavola 23 presentano i risultati OLS sul campione totale delle

(18) Non è stato utilizzato il Roe poiché dipende direttamente dal livello di indebitamento dell'impresa attraverso la voce degli interessi passivi pagati sul debito. Ciò configura una relazione endogena, che avrebbe potuto individuare una fittezza relazione statistica tra patrimonializzazione dell'impresa e *performance* della stessa.

(19) La presenza o meno di un'impresa nella banca dati non dipende sistematicamente dall'effettiva sopravvivenza della stessa. Si tratterebbe quindi di un *panel* non bilanciato con la presenza di un *selection bias* attribuibile anche a errori e omissioni e non solo alla naturale nati-mortalità delle imprese.

(20) Esula da questo lavoro l'obiettivo di stimare forme ridotte per la determinazione di tutte le variabili che concorrono alla redditività di una impresa.



osservazioni rispettivamente per il Roi e per il Ros<sup>21</sup>. Gli indicatori di struttura finanziaria sono significativi per entrambe le definizioni di redditività e lungo i vari modelli stimati. Il coefficiente della variabile Patr è significativo e positivo: all'aumentare del livello di patrimonializzazione aumenta anche la redditività delle imprese (0,107 nel caso del Roi e 0,100 nel caso del Ros, entrambe significative all'1%). Ciò significa che un punto percentuale in più di patrimonio netto in quota al capitale investito implica, a parità delle altre condizioni, uno 0,1% in più di remunerazione. La relazione individuata appare però non lineare. Il segno negativo del termine al quadrato indica, in modo ragionevole, che esiste un livello ottimale di incidenza del capitale di rischio sul totale del capitale investito oltre il quale la redditività tenderebbe a ridursi. Il secondo indicatore di struttura patrimoniale utilizzato è De, ovvero il debito in quota al patrimonio netto.

**Tavola 22 – La regressione sul Roi<sup>(1)</sup>**

Variabile dipendente	(a)	(b)	(c)	(d)
PATR	0.107*** (0.011)	0.179*** (0.025)		
PATR <sup>2</sup>		-0.093** (0.039)		
DE			-9.7e-05*** (3.8e-05)	-0.0004*** (5.7e-05)
DE <sup>2</sup>				2.1e-07*** (3.8e-08)
Fatturato	4.3e-09 (2.8e-09)	6.8e-09** (2.7e-09)	6.9e-09** (3.0e-09)	9.6e-06*** (3.1e-06)
TURN		0.013*** (0.002)		0.012*** (0.002)
Dummy quotate	0.011** (0.004)	0.011** (0.004)	0.014*** (0.005)	0.014*** (0.005)
N. osservazioni	926	926	926	926
R <sup>2</sup>	0.20	0.26	0.12	0.16
H <sub>0</sub> no omitted. variables <sup>(2)</sup>	2.2	1.5	2.4	2.0
H <sub>0</sub> omoschedasticità <sup>(2)</sup>	67.4	65.4	19.5	30.0

(1) La procedura di stima è OLS con standard errors robusti al fine di controllare per l'eteroschedasticità (White). Il campione è ottenuto eliminando le osservazioni delle code all'1% della distribuzione del Roi. La stima include dummy temporali e per branca settoriale. Tra parentesi sono riportati gli standard errors, i livelli di significatività sono indicati \*10%, \*\*5%, \*\*\*1%

(2) Reset test per le variabili omesse; Cook-Weisberg test per omoschedasticità  
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

(21) Le stime condotte richiedono alcune osservazioni di carattere generale dal punto di vista metodologico. I test per le variabili omesse non sembrano segnalare problemi vistosi, e indicano che i criteri strutturali per i quali si sono controllate le variabili tendono a essere robusti. Sussistono però problemi di eteroschedasticità, più vistosi per le equazioni relative al Ros. La presenza di eteroschedasticità è affrontata proponendo le stime OLS ma correggendo gli standard errors con la procedura di White (1980). Le stime sono consistenti e la correzione consente di effettuare inferenza a partire dagli standard errors proposti. Per completezza, comunque, si è proceduto anche effettuando stime GLS pesate per l'inverso del livello del fatturato. La varianza è stata fatta dipendere dalla dimensione dell'impresa e alle osservazioni con maggior varianza si è attribuito un peso relativo inferiore. I risultati (non riportati nel lavoro per motivi di sinteticità) restano sostanzialmente invariati, con un marginale aumento dell'elasticità della redditività ai parametri di patrimonializzazione. Le statistiche relative alla bontà della regressione migliorano in modo generalizzato.

**Tavola 23 – La regressione sul Ros (1)**

Variabile dipendente	(a)	(b)	(c)	(d)
PATR	0.100*** (0.011)	0.06** (0.025)		
PATR <sup>^2</sup>		0.05 (0.044)		
DE			-5.5e-05** (2.8e-05)	-1.8e-04* (6.6e-04)
DE <sup>^2</sup>				1.0e-07 (3.7e-08)
Fatturato	9.6e-09*** (2.1e-09)	8.9e-09*** (2.1e-09)	1.2e-08*** (2.4e-09)	1.0e-08*** (2.3e-09)
TURN		-0.004*** (0.001)		-0.006*** (0.001)
Dummy quotate	0.006* (0.03)	0.006* (0.004)	0.008** (0.004)	0.008** (0.007)
N. osservazioni	926	926	926	926
R <sup>2</sup>	0.28	0.29	0.15	0.17
H <sub>0</sub> no omitted variables <sup>(2)</sup>	18.8	18.9	5.4	10.6
H <sub>0</sub> omoschedasticità <sup>(2)</sup>	275.3	309.4	154.5	202.5

(1) La procedura di stima è OLS con standard errors robusti al fine di controllare per l'eteroschedasticità (White). Il campione è ottenuto eliminando le osservazioni delle code all'1% della distribuzione del Roi. La stima include dummy temporali e per branca settoriale. Tra parentesi sono riportati gli standard errors, i livelli di significatività sono indicati \*10%, \*\*5%, \*\*\*1%

(2) Reset test per le variabili omesse; Cook-Weisberg test per omoschedasticità  
Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

Il quadro tracciato è del tutto simile a quanto descritto per la variabile Patr, ovvero il segno negativo è quello atteso. All'aumentare della quota del debito sul patrimonio netto la redditività si riduce: i coefficienti, sebbene modesti in valore assoluto, sono significativi all'1%. La relazione non lineare è meno robusta rispetto alla specificazione (b) del modello, che considera la patrimonializzazione tra le variabili esplicative.

Questi risultati sembrano andare nella direzione di concludere a favore di una relazione positiva tra livello della patrimonializzazione e redditività operativa di un'impresa. Una possibile interpretazione del risultato suggerisce che la disponibilità di una struttura finanziaria ‘ottimizzata’ consenta maggiore libertà decisionale nelle attività di *capital budgeting*, quindi nel cogliere immediatamente, laddove disponibili, possibilità di investimento innovative e di ampio respiro – che si possono tramutare nel medio periodo in opportunità di sviluppo a elevata redditività. Laddove l'autofinanziamento non sia sufficiente per raggiungere i livelli di patrimonializzazione ottimali, il mercato borsistico può offrire alle imprese un'opportunità alternativa di raccogliere le risorse necessarie per poter sviluppare investimenti di una certa consistenza, ottimizzandone al contempo i risultati economici attesi.

Nelle stime è stato inoltre introdotto un indicatore di efficienza operativa, ovvero la *turnover velocity* data dal rapporto tra fatturato e totale attivo. Tale variabile è risultata positiva e significativa nelle equazioni per il Roi.



Il livello del fatturato coglie la classe dimensionale dell'impresa. Il segno positivo e significativo indica che all'aumentare della dimensione la redditività dell'impresa tende a crescere<sup>22</sup> per il probabile agire di economie di scala, sia dal lato della produzione che nelle strategie di sviluppo della domanda (commerciali e/o di *marketing*). Ciò suggerisce che la crescita dimensionale dovrebbe essere considerata come un obiettivo significativo da parte delle imprese di più piccole dimensioni, ribadendo nuovamente il possibile ruolo del capitale di rischio per avviare eventuali processi di crescita interna ed esterna.

Coerentemente con i risultati precedenti, si è osservato come nella media del campione lo stato di impresa quotata sia associato a tassi di redditività più elevata (il segno di tale variabile è positivo e costantemente significativo<sup>23</sup>).

Sono state infine introdotte delle *dummy* temporali, che sono risultate in generale significative nell'equazione del Roi, individuando un livello di redditività significativamente più elevato nel 1996 (la significatività nel caso delle equazioni del Ros è però inferiore). Il controllo per l'appartenenza a specifiche branche produttive (non riportate nelle tavole relative alle regressioni econometriche) conferma invece nella sostanza i risultati descrittivi esposti nella tavola 19.

Per una ulteriore verifica della robustezza dei risultati ottenuti si è proceduto individuando un *panel* bilanciato di imprese, ovvero si è limitato il campione a quelle imprese per le quali le osservazioni sono disponibili lungo l'arco dei quattro anni. Si è così ottenuto un *panel* bilanciato di 164 imprese per quattro anni, per un totale di 656 osservazioni<sup>24</sup>. I risultati sono presentati nella tavola 24 e nella tavola 25. Gli effetti fissi specifici di ciascuna impresa appaiono significativi, alla luce del test F di nullità. Il controllare per gli stessi non muta però il messaggio generale. I coefficienti relativi alle variabili esplicative mantengono il segno corretto e buoni livelli di significatività (fatta eccezione per il De nell'equazione del Ros). La *dummy* relativa allo stato di società quotata resta significativa.

(22) L'effetto della classe dimensionale è stato stimato anche attraverso un set di variabili *dummy*. Ne è risultata una relazione non lineare a favore delle classi intermedie.

(23) Data la scarsa numerosità delle imprese quotate presenti nel campione appare difficile generalizzare tale risultato, che potrebbe dipendere più da effetti specifici delle imprese.

(24) Il modello stimato rientra nella famiglia dei *one-way fixed effects* e lo stimatore utilizzato è quello *within*. La scelta di un modello *fixed effects* è attribuibile al fatto che si sta considerando l'intera popolazione delle imprese quotate del settore alimentare e quindi gli effetti individuali possono a ragione essere concepiti come *shifts* deterministici dalla media.

**Tavola 24 – La regressione sul Roi: analisi panel<sup>(1)</sup>**

Variabile dipendente	(a)	(b)	(c)	(d)
PATR	0.19*** (0.026)	0.41*** (0.05)		
PATR <sup>^2</sup>		-0.35*** (0.07)		
DE			-5.2e-05* (2.9e-05)	-8.9e-05 (1.2e-05)
DE <sup>^2</sup>				4.1e-08 (8.0e-08)
Fatturato	1.3e-08 (1.3e-08)	7.7e-09 (1.2e-08)	4.0e-09 (1.4e-08)	1.9e-10 (1.3e-08)
TURN		0.03*** (0.005)		0.03*** (0.005)
N. osservazioni	656	656	656	656
R <sup>2</sup> - overall	0.12	0.21	0.02	0.03
R <sup>2</sup> - within	0.10	0.20	0.006	0.06
R <sup>2</sup> - between	0.13	0.21	0.02	0.03
Sigma(u)	0.06	0.06	0.06	0.06
Sigma(e)	0.04	0.04	0.04	0.04
F test per effetti fissi <sup>(2)</sup>	10.0***	9.6***	10.2***	10.3***

(1) La procedura di stima è *within*. Il campione è relativo a un panel bilanciato di 164 imprese, per 4 anni. Tra parentesi sono riportati gli standard errors, i livelli di significatività sono indicati \*10%, \*\*5%, \*\*\*1%

(2) Test F di nullità congiunta degli effetti fissi individuali

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk

**Tavola 25 – La regressione sul Ros: analisi panel<sup>(1)</sup>**

Variabile dipendente	(a)	(b)	(c)	(d)
PATR	0.16*** (0.019)	0.08* (0.05)		
PATR <sup>^2</sup>		-0.13** (0.07)		
DE			-1.7e-05 (2.3e-05)	-3.9e-05 (9.6e-05)
DE <sup>^2</sup>				2.0e-08 (6.0e-08)
Fatturato	1.1e-08 (9.9e-09)	1.0e-08 (9.8e-09)	1.1e-08 (1.4e-08)	3.9e-09 (1.1e-08)
TURN		0.08*** (0.004)		0.008*** (0.004)
N. osservazioni	656	656	656	656
R <sup>2</sup> - overall	0.21	0.21	0.01	0.02
R <sup>2</sup> - within	0.11	0.09	0.001	0.01
R <sup>2</sup> - between	0.23	0.25	0.02	0.03
Sigma(u)	0.04	0.04	0.05	0.05
Sigma(e)	0.03	0.03	0.03	0.03
F test per effetti fissi (2)	8.9***	9.0***	10.0***	9.7***

(1) La procedura di stima è *within*. Il campione è relativo a un panel bilanciato di 164 imprese, per 4 anni. Tra parentesi sono riportati gli standard errors, i livelli di significatività sono indicati \*10%, \*\*5%, \*\*\*1%

(2) Test F di nullità congiunta degli effetti fissi individuali

Elaborazioni Borsa Italiana - Ram su dati Bureau Van Dijk



## 6. Conclusioni

Il presente lavoro mette in luce le caratteristiche strutturali del settore alimentare e l'importanza del comparto all'interno del tessuto industriale italiano. I cambiamenti delle caratteristiche della domanda dei consumatori (decrescente quota delle spese delle famiglie dedicata ai prodotti alimentari e maggiori esigenze di personalizzazione dei consumi), le problematiche legate alla sicurezza qualitativa dei prodotti e l'accresciuto peso delle catene distributive stanno modificando il ruolo delle leve competitive a disposizione delle imprese, evidenziando l'importanza del raggiungimento di soglie dimensionali rilevanti.

I dati macroeconomici indicano che il settore rappresenta nel 2000 l'11,9% della produzione complessiva dell'industria, il 9,4% del valore aggiunto e il 9,2% degli occupati totali. Negli anni '80 e '90 le dinamiche del valore aggiunto del settore alimentare sono state superiori rispetto alla media dell'industria.

Nonostante ciò la presenza di società del settore alimentare nel listino di Borsa è sempre stata piuttosto esigua. Ad oggi si contano solo otto società quotate di cui una sola (Parmalat Finanziaria) di dimensioni comparabili ai maggiori *players* internazionali. La capitalizzazione del settore non ha mai rappresentato, nel corso degli ultimi 25 anni, più del 3,5% del mercato; attualmente ne costituisce solo lo 0,6% del totale e il 2,7% rispetto alla capitalizzazione complessiva delle società industriali.

A spiegazione della scarsa presenza del settore alimentare in Borsa si sono spesso addotte le piccole dimensioni medie delle imprese alimentari (l'87,4% delle imprese conta meno di 20 addetti), le loro tradizioni di imprese familiari molto spesso legate all'attività di coltivazione, i mercati di riferimento spesso chiusi all'interno dei confini nazionali (la quota di produzione destinata all'estero nel 2000 è stata pari al solo 14,6%, da confrontarsi con valori superiori al 50% in settori quali gli apparecchi meccanici ed elettrici) e le caratteristiche di tecnologia matura che caratterizzano il settore.

Tali ragioni sono però venute con il tempo cadendo. Il contesto competitivo di riferimento impone scelte nuove ai diversi livelli della filiera produttiva. La necessità di affrontare tali cambiamenti può richiedere alle imprese di guardare anche ai mercati finanziari per definire le scelte strategiche di lungo periodo.

L'analisi mostra che il bacino di società quotabili nel settore alimentare è consistente. Sulla base di criteri quantitativi (la classe dimensionale) e qualitativi (l'importanza dell'impresa nel settore, l'indipendenza della stessa, la nazionalità italiana) si sono individuate ben 201 società che potrebbero essere potenzialmente quotate in Borsa. Tali società impiegano circa 78.000 addetti per un fatturato complessivo di quasi 25 miliardi di euro. Tra queste società ve ne sono alcune di dimensioni consistenti: 7 fatturano più di 500 milioni di euro e ben 29 impiegano più di 500 addetti. La quotazione delle prime 13 società per fatturato già strutturate come Spa indurrebbe, utilizzando gli attuali multipli di mercato, un contributo pari a più del doppio dell'attuale capitalizzazione dell'intero settore. Considerando le 145 Spa non quotate presenti nel campione, tale contributo supera i 15 miliardi di euro.

Una maggiore presenza di società del settore alimentare all'interno del listino consentirebbe agli investitori di ampliare le possibili configurazioni di rischio-rendimento



nelle proprie scelte di *asset allocation* nel contesto del mercato italiano: i titoli delle società del settore alimentare hanno presentato negli ultimi anni livelli di volatilità medio-bassi e rendimenti superiori a quelli mediamente ottenuti delle società industriali, conformemente ai livelli di crescita del valore aggiunto marginalmente superiori a quelli medi dell'industria.

L'esiguo numero di società attualmente quotate non consente confronti diretti con le non quotate, sulla base dei quali generalizzare sull'opportunità della quotazione in termini di miglioramento delle *performances* dell'impresa. Le evidenze statistiche ed econometriche sembrano però suggerire che l'utilizzo del capitale di rischio costituisca un'importante leva strategica tra gli strumenti di *policy aziendale*, poiché assicura flessibilità nel finanziamento dei progetti di investimento e di sviluppo. Si sono infatti rilevate significative relazioni positive tra il livello di patrimonializzazione dell'impresa e la sua redditività (sia essa espressa in quota al capitale investito o rispetto al totale del fatturato). Inoltre la dimensione aziendale sembra costituire un'ulteriore caratteristica in grado di ottimizzare i risultati economici delle imprese.

Laddove l'autofinanziamento non sia sufficiente per raggiungere livelli di patrimonializzazione ottimali, il mercato borsistico può offrire alle imprese un'opportunità alternativa per raccogliere le risorse necessarie per sviluppare i progetti di investimento. Tale possibilità sembrerebbe addirittura più importante per le piccole e medie imprese per le quali esistono, a causa delle dinamiche evolutive del settore, forti spinte alla crescita dimensionale.

## Bibliografia

- Agra Editrice (2001), "Annuario 2001 Industria alimentare in Italia", Roma  
Centro Studi Confindustria (2001), "L'economia dei settori produttivi nel 2000", Roma  
IntesaBci, Nomisma (2001), "L'industria del food & beverage", Studi di settore  
Massari M. et al. (1992), "Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia", IlSole24Ore Libri, Milano  
Mediobanca (2000a), "Dati cumulativi di 1.828 società italiane", Milano  
Mediobanca (2000b), "Le principali società italiane", Milano



Ricerca e Analisi del Mercato  
Piazza degli Affari, 6 - 20123 - Milano  
Tel (02) 72426.345 - Fax (02) 8646.4323  
e-mail: [research@borsaitalia.it](mailto:research@borsaitalia.it)

*[www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it)*