

Guido Max Mantovani

Elisa Daniotti

Valori e capitali

per un nuovo patto

di sviluppo del sistema:

il caso Treviso



**Edizioni
Ca' Foscari**

Quaderni Trevigiani

Guido Max Mantovani
Elisa Daniotti

**Valori e capitali
per un nuovo patto
di sviluppo del sistema:
il caso Treviso**

EDIZIONI CA' FOSCARI



© 2012 Edizioni Ca' Foscari - Digital Publishing

Università Ca' Foscari Venezia

Dorsoduro 1686

30123 Venezia

edizionicafoscari.unive.it

ISBN 978-88-97735-09-0



Camera di Commercio
Treviso



Quest'opera è pubblicata con il supporto
del Centro Studi ccIAA Treviso.

Gli Autori ringraziano in particolare il dott.
Federico Callegari, a capo dell'Ufficio Studi
della Camera, per la preziosissima opera
di supporto e revisione del lavoro.

Sommario

7	Prefazione
9	1. Breve nota metodologica
13	2. Lo stato di salute del settore manifatturiero trevigiano
39	3. Gli effetti della crisi sui settori manifatturieri trevigiani
65	4. Il valore delle imprese trevigiane nel triennio 2008-2010
81	5. «This is the end...»: riflessioni conclusive
87	Appendice
109	Glossario
111	Gli autori

Prefazione

Stiamo vivendo anni straordinari, che rimettono in discussione paradigmi ormai consolidati nella cultura diffusa. Cresce l'incertezza delle aspettative su cui decidiamo, innescando continue revisioni dei comportamenti che, a loro volta, alimentano ulteriore rischio e incertezza. È questo l'«effetto-eco» della crisi economica raccontato nelle pagine che seguono.

La flessibilità, arma determinante nella guerra al rischio economico, mostra i propri limiti nell'affrontare la nuova minaccia: perché la caoticità attacca da più fronti, mettendo in discussione gli equilibri interni fra i diversi punti di forza del sistema. Alla flessibilità esterna, quella rivolta ad assecondare le esigenze della domanda che si forma nei mercati, occorre associare la reattività, ossia quella flessibilità endogena che permette modifiche continue dei perimetri delle organizzazioni, senza metterne a repentaglio la sopravvivenza. È questa l'esigenza di un «nuovo patto» che la ricerca sollecita.

Il lavoro svolto da Mantovani e Daniotti con l'Ufficio Studi della Camera propone una chiave di lettura innovativa, identificata incrociando tecniche di indagine tipiche della macro (di sistema) e micro (aziendali) economia. Al paradigma dimensionale, si propone di sostituire quello della capacità di coltivare le diverse forme di «capitale»: quello umano, quello produttivo, quello finanziario, quello infrastrutturale, quello culturale. La contrapposizione grandi vs piccoli (figlia della necessità di affrontare la flessibilità esogena) è sostituita dalla classificazione fra coltivatori di «capitale umano» e coltivatori di «capitale produttivo» (condizione per sviluppare reattività endogena). La maggiore incidenza del costo del lavoro nella PMI non è segno di maggiore fragilità economica, ma di capacità di produrre valore per il cliente; una capacità a cui contribuiscono anche i più intensi investimenti in capitale produttivo che caratterizzano le imprese esportatrici, per questo investitori in capitale produttivo.

Questo paradigma suggerisce la necessità di sviluppare giochi cooperativi fra i diversi attori del sistema, di cui i distretti produttivi sono l'evidenza storica più importante. Ma che oggi richiedono una rivisitazione, specie per quanto riguarda il capitale infrastrutturale e quello finanziario. La comunità che in questi anni è cresciuta intorno al Campus universitario di Ca' Foscari a Treviso va in questa direzione, grazie anche all'adozione di una soluzione istituzionale che, forse unica in Italia, include attivamente tutti gli attori del Territorio nei meccanismi di sviluppo culturale: applica il patto. L'esperienza di queste indagini sul tessuto manifatturiero della Marca Trevigiana è probabilmente il frutto più interessante dello sforzo che, fin dal 2004, vede la Camera e Ca' Foscari collaborare attivamente nella ricerca applicata per ideare soluzioni realistiche da sviluppare insieme ai propri stakeholder.

NICOLA TOGNANA
Presidente CCIAA di Treviso

CARLO CARRARO
 Rettore dell'Università Ca' Foscari

1. Breve nota metodologica

I risultati presentati in queste pagine sono frutto di una collaborazione scientifica fra il Campus di Treviso dell'Università Ca' Foscari e la Camera di Commercio di Treviso per lo svolgimento di indagini economiche sul territorio. La più intensa capacità di concertare competenze economiche di sistema (macro) e di azienda (micro) che caratterizza il Campus Trevigiano di Ca' Foscari ha trovato naturale complementarità con le competenze della Camera (in particolare: l'Ufficio Studi) che ha messo a disposizione la propria esperienza nel trattamento dei dati nonché i bilanci analizzati estraendoli dalla banca dati In.balance di Infocamere.

La selezione del campione e l'elaborazione delle informazioni raccolte è influenzata dalla particolare struttura dell'imprenditoria trevigiana, costituita similmente al caso italiano da micro e piccole imprese, e dalla normativa sulla redazione del bilancio. Qui di seguito verranno brevemente illustrate le modalità di estrazione del campione che potrebbero incidere sulla qualità e significatività dei dati analizzati.

Questo lavoro si fonda sulla creazione di un unico bilancio aggregato, rappresentante il settore manifatturiero della provincia di Treviso, partendo dai bilanci delle singole società. Il bilancio, così generato, sarà poi la base per l'analisi finanziaria e dei rischi.

La banca dati In.balance permette di aggregare i bilanci sulla base di differenti criteri di scelta (territoriali, temporali, dimensionali, di attività ecc.). Il campione analizzato è costituito dall'insieme di società che hanno depositato il bilancio in formato XBRL nel triennio 2008-2010 appartenenti al settore manifatturiero (codice C della classificazione ATECO 2007). L'analisi a livello aggregato è stata poi ripetuta a livello di singoli settori, considerando i nove comparti più rappresentativi, della classificazione ATECO 2007.

Il campione è stato poi suddiviso in base alla dimensione aziendale

così da individuare eventuali differenze economico-patrimoniali. Per la suddivisione ci si è riferiti al valore della produzione perché ritenuto più affidabile rispetto ad altri criteri dimensionali (fatturato e dipendenti) maggiormente influenzati da condizioni puntuali e contingenti. Si sono ottenuti dieci sottocampioni, segmentati in base alla definizione di micro, piccola, media e grande impresa prevista dal regolamento CE n. 364 del 25 febbraio 2004. Tale normativa definisce «micro impresa» l'impresa con un valore della produzione compreso fra 0 e 2 milioni di euro, piccola se compreso fra 2 e 10 milioni di euro, media se compreso fra 10 e 50 milioni di euro, grande impresa con un fatturato superiore ai 50 milioni. Al fine di garantire la significatività di tutti i sottocampioni settoriali, la numerosità minima di società è stata fissata in 30 unità, poiché si ritiene che, in un campione dalla numerosità più ridotta, le scelte imprenditoriali di una singola impresa possano influenzare i dati di bilancio dell'intero campione. Ciò ha portato all'esclusione di alcuni settori e a considerare come un unico gruppo le medie-grandi imprese. Nella Tabella 1 è riportato l'elenco dei nove settori inclusi nell'analisi. Si può notare come alcuni sottocampioni non raggiungano la soglia sopra citata. Si è scelto di includerli ugualmente perché rappresentativi del tessuto economico della provincia, ma i dati ad essi afferenti dovranno essere analizzati e commentati alla luce delle problematiche di significatività appena enunciate.

Prima di proseguire con la descrizione della metodologia di analisi utilizzata, è necessario porre l'accento su alcuni aspetti che possono influenzare la lettura e l'interpretazione dei risultati ottenuti.

Innanzitutto, il campione rappresenta solo il 29% circa delle partite IVA del settore manifatturiero. Il legislatore prevede la pubblicazione del bilancio d'esercizio per le sole società di capitali (S.p.A., S.r.l., S.A.p.A.); ciò implica l'esclusione dal campione di tutte le imprese individuali o costituite in forma di società di persone per le quali non è previsto l'obbligo. Ciò può essere limitativo, considerando il tessuto imprenditoriale che caratterizza la Provincia di Treviso.

In secondo luogo, lo svolgimento di analisi finanziarie complete sui bilanci delle imprese renderebbe opportuno utilizzare un campione di società con composizione stabile nel tempo nell'intento di ridurre al minimo le distorsioni. Si è scelto di non utilizzare quest'ulteriore criterio poiché avrebbe: da un lato, ridotto in modo significativo il numero di società analizzate; dall'altro, introdotto un «effetto *survivor*» poiché il campione avrebbe rappresentato solo le società meno colpite dalla crisi. Una conseguenza diretta di tale scelta è quella di non poter confrontare i valori aggregati nei vari anni (come fatto in passate esperienze di

Tabella 1. Numerosità del campione suddivisa per settori e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	174	206	197	77	96	87
TAC	373	379	363	223	248	227
Gomma e Plastica	175	184	175	83	100	90
Lavorazione minerali non metalliferi	174	181	160	90	104	92
Metallurgia e prodotti in metallo	668	708	660	356	433	386
Apparecchiature elettriche	137	141	130	82	95	83
Elettrodomestici	49	44	39			
Meccanica	346	363	344	176	218	199
Mobile	451	465	441	211	243	234
Altri settori	719	775	741	439	528	495
Manifatturiero	3.266	3.446	3.250	1.737	2.065	1.893

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	60	73	69	37	37	41
TAC	99	95	95	50	36	41
Gomma e Plastica	66	58	58	26	25	27
Lavorazione minerali non metalliferi	56	52	41	28	25	27
Metallurgia e prodotti in metallo	239	216	216	72	59	57
Apparecchiature elettriche	42	38	38			
Elettrodomestici						
Meccanica	121	108	111	47	37	34
Mobile	162	161	147	77	61	59
Altri settori	261	231	224	81	68	59
Manifatturiero	1.106	1.032	999	418	348	345

Per alcuni settori la somma della numerosità delle micro, piccole e medie-grandi imprese non coincide con il totale settore perché quest'ultimo include anche società con valore della produzione negativo.

ricerca congiunta fra Camera e Università) poiché riferiti a numerosità diverse. Il problema è stato parzialmente risolto attraverso l'analisi condotta su valori medi per azienda. Questo metodo introduce anch'esso delle distorsioni che possono essere trascurate per gli aggregati micro e piccole imprese poiché formati da un numero più elevato di società e con dimensioni simili, mentre, per quanto riguarda le medie-grandi imprese, tali distorsioni sono significative. In questo caso si sono estratti i dati di bilancio delle singole società, costruendo un campione stabile nel tempo.

2. Lo stato di salute del settore manifatturiero trevigiano

Scopo principale di questo lavoro è capire gli effetti della più recente crisi economica e finanziaria sulle imprese che operano all'interno della Marca Trevigiana. Le molteplici anomalie che hanno caratterizzato questa lunga fase congiunturale rispetto alle altre che si sono presentate in passato stanno mettendo a dura prova la capacità di sopravvivenza delle imprese e dimostrando l'importanza di articolare strategie aziendali capaci di reagire ai fattori di rischio che caratterizzano le aziende.¹

Caratteristica fondamentale della recente crisi è la modalità di formazione e propagazione nel sistema economico. Diversamente da quanto accaduto in passato la crisi si è formata nel sistema finanziario e da questo è stata propagata al sistema reale. Non è nostro scopo indagare le cause di questa inversione, di certo si può però affermare che essa è fra le cause del prolungamento della durata della congiuntura avversa oltre alle medie storiche a cui eravamo abituati, ma anche è fra le motivazioni che spiegano la grande instabilità che ha caratterizzato il triennio 2008-2010, oggetto della nostra analisi. In questo periodo, infatti, abbiamo più volte assistito a spunti di ripresa (tanto nel settore finanziario quanto in quello reale dell'economia) ai quali non sono seguite conferme. Metaforicamente, potremmo dire di essere di fronte ad una «crisi-con-effetto-eco», dove il rimbalzare dei momenti difficili trova sponda nei diversi ambiti del sistema economico che avevano accumulato punti di debolezza.

In un siffatto contesto di debolezza ripetuta non si osserva una mera azione di rimozione delle attività economiche più inefficienti, ovvero

¹ Cfr. P. GURISATTI, G.M. MANTOVANI (a cura di), *Afferrare il futuro! A ciascuno il suo rischio: le imprese italiane e la gestione dell'incertezza ai tempi della crisi*, Università Ca' Foscari, Venezia e Confindustria, Roma, giugno 2010. Ed anche P. GURISATTI, G.M. MANTOVANI, G. SOFFIETTI (a cura di), *Afferrare il futuro! Strategie di risk management per le imprese di domani*, Confindustria Roma e Università Ca' Foscari, ottobre 2010.

quella tipica forma di «pulizia» del sistema dagli agenti meno competitivi. In questa situazione si osservano, invece, poderosi fenomeni di riallocazione dentro le filiere reali e finanziarie dell'economia. Non sono messi in discussione solo i singoli agenti economici ma anche il tessuto in cui questi operano, le relazioni di sistema che fra di essi si sono instaurate, i patti che fra i componenti di questo tessuto hanno reso possibile l'assunzione di rischi imprenditoriali finalizzati alla produzione di nuova ricchezza economica.

Scopo dell'indagine che segue non è, quindi, la semplice fotografia della congiuntura e dei suoi effetti sulle imprese, ma il tentativo di comprendere al meglio gli insegnamenti che derivano da questa particolare crisi (con l'effetto-eco) e se da essa deriva l'esigenza di una manutenzione «ordinaria» del sistema oppure la necessità di interventi più straordinari finalizzati alla fondazione di un nuovo patto per lo sviluppo futuro del territorio.

Il campione rappresentativo del settore manifatturiero presenta dati aggiornati ai bilanci del 2010 ed è composto da 3.446 società² per un monte totale dei ricavi di vendita pari a circa 16,2 miliardi di euro. Le micro imprese rappresentano il 60% del totale imprese, ma solamente il 9% dei ricavi di vendita totali. Le piccole imprese pesano per il 30% in termini numerici e per il 28% in termini di fatturato. Infine, le medie-grandi imprese costituiscono solo il 10% del campione, ma concorrono alla formazione del 63% del fatturato. Tali proporzioni sono leggermente cambiate rispetto all'anno precedente, infatti nel 2008 le grandi imprese rappresentano il 13% del campione con una quota del fatturato pari al 68%. Nel 2010 il peso delle micro imprese è diminuito di due punti percentuali a favore delle piccole e delle medie-grandi aziende. In termini di fatturato le micro imprese hanno perso solo l'1%, mentre le piccole sono scese al 26%.

L'analisi che svolgiamo di seguito adotta un criterio di riclassificazione delle poste di bilancio diverso da quello previsto dal legislatore, dove attivi e passivi sono rappresentati partendo da quelli meno liquidabili, le immobilizzazioni all'attivo e il patrimonio netto al passivo, a quelli più liquidi (disponibilità finanziarie fra gli impieghi e i debiti fra le fonti). Il nostro obiettivo, infatti, è quello di comprendere i processi decisionali che stanno a monte dei risultati che saranno presentati; di conseguenza si ritiene più corretto adottare il

² Per ragioni di opportunità tecnica e di omogeneità, il 2009 è stato utilizzato come anno di riferimento per l'estrazione dei dati di bilancio.

criterio di analisi cosiddetto di «pertinenza gestionale». Diversamente dallo schema civilistico, il focus dell'analisi si concentra sul grado di persistenza di una singola posta di bilancio all'interno della struttura aziendale (segnale di una decisione strutturale adottata nella gestione) e sul contributo da questa prodotto alla performance aziendale, intesa come rapporto fra reddito prodotto, investimenti necessari alla sua realizzazione e rischio ad essa associabile. Il lettore potrebbe già essere familiare con questo schema, dato il suo utilizzo già in passate esperienze di collaborazione fra la Camera e l'Università;³ vale però la pena ricordare che le aree (ambiti) di pertinenza sono generalmente sei: la gestione operativa, che raccoglie la gestione corrente e degli investimenti, quelle accessoria, finanziaria, tributaria e dell'equity.

2.1. Analisi della struttura patrimoniale

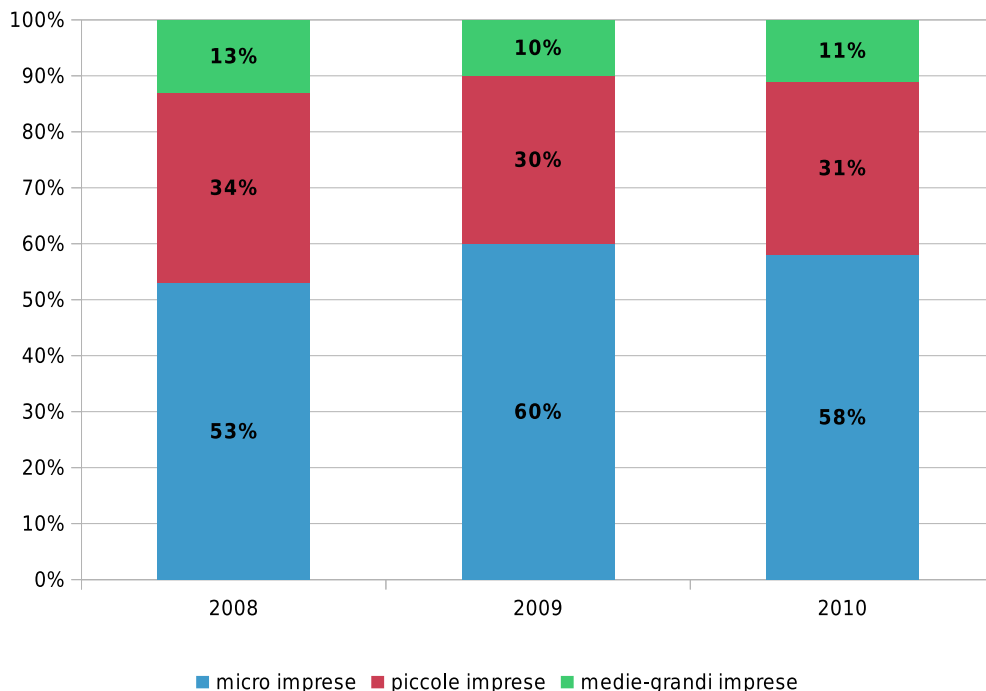
L'impresa media del settore manifatturiero ha un valore degli attivi pari a circa 4,18 milioni di euro⁴ costituiti per il 40% da capitale circolante commerciale (CCC, ovvero il capitale di giro escluse le poste finanziarie), per il 39% da capitale fisso (CIMA) e per il restante 11% da liquidità e attività accessorie. Il capitale di giro è dato dalla differenza fra le attività correnti (crediti verso clienti e rimanenze) e le passività correnti presunte⁵ (debiti correnti e fondo TFR). Il capitale investito

³ Si veda G.M. MANTOVANI, *Valore dell'impresa e valore delle capacità imprenditoriali*, negli atti del convegno *Le «performance» delle imprese trevigiane attraverso l'analisi aggregata dei bilanci*, CCIAA Treviso, novembre 2004, ed anche dello stesso Autore, con altri, *Elementi per una valutazione delle capacità imprenditoriali e delle imprese trevigiane*, in *Nuovo rapporto sui bilanci aggregati delle imprese trevigiane*, Camera di Commercio di Treviso, 2006.

⁴ Valori medi del triennio.

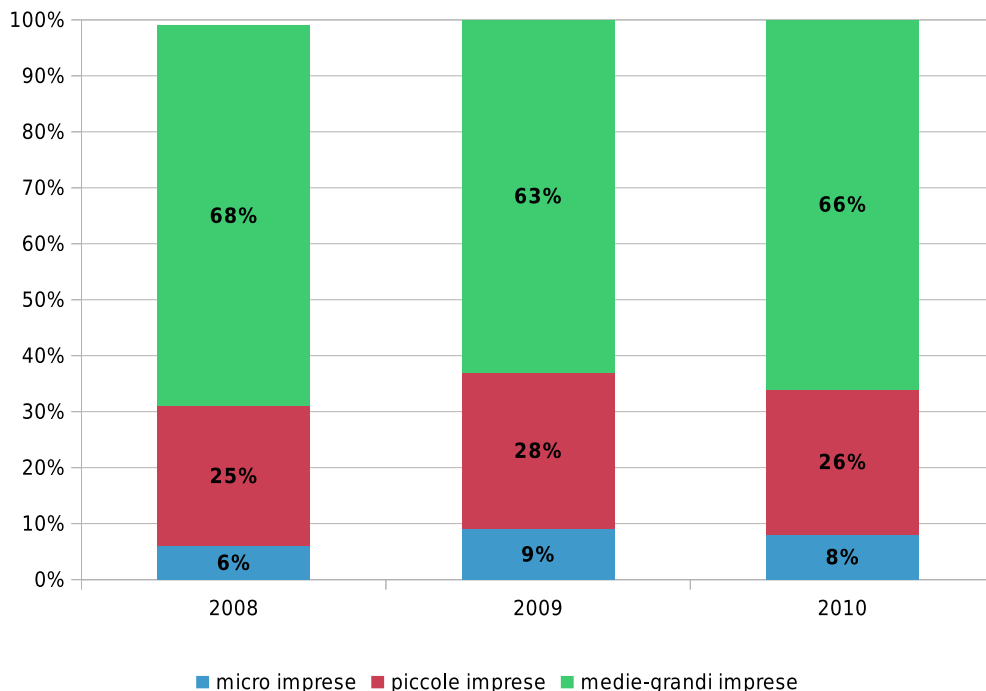
⁵ Il bilancio in forma abbreviata previsto dall'art. 2435 bis del codice civile non riporta alcune informazioni importanti per l'analista aziendale quali: il valore dei crediti verso clienti, dei debiti verso fornitori, dell'esposizione verso le banche ecc. Per superare tale mancanza si è ricorso ad alcune supposizioni e semplificazioni. Si sono considerate attività correnti tutti i crediti esigibili entro i dodici mesi, dato che eventuali crediti tributari rappresentano solo una piccola parte del monte totale dei crediti. È invece più difficile distinguere il monte delle passività correnti poiché all'interno dei debiti entro l'esercizio confluiscono anche i debiti verso le banche, voce significativa. Si è scelto di far rientrare fra le passività correnti il fondo TFR, i ratei e i risconti passivi e i debiti verso fornitori. Quest'ultima voce è frutto di una stima ed è calcolata partendo dal rapporto storico fra debiti verso fornitori e debiti totali. Per questo motivo si fa riferimento a passività presunte.

Grafico 1. Peso dei sottocampioni rispetto al totale imprese per numero di imprese



totale (CIT) si è ridotto nel 2009 per effetto della riduzione del circolante e degli investimenti in conseguenza del calo del fatturato. In particolare dal lato degli attivi correnti c'è stata una contrazione del 20% delle scorte di magazzino (-260.000 euro) e dei crediti a breve, -15% (-325.000 euro); dal lato dei passivi la contrazione è stata pari al 20% (-312.000 euro). La riduzione del circolante è guidata dal calo della domanda. Infatti, il monte crediti è sceso in proporzione alla flessione del fatturato, come dimostrato dal fatto che la dilazione media dei crediti verso clienti passa da 127 giorni del 2008 a 139 nel 2009. Tale aumento può essere spiegato sia da un allungamento dei termini di pagamento, ove possibile, concesso per spingere le vendite, sia dalle prime difficoltà di riscossione dovute alla contrazione del credito. Sul fronte degli acquisti, le imprese hanno invece ridotto le quantità acquistate e utilizzato le scorte di magazzino. Dal punto di vista degli investimenti, la riduzione indica che le aziende hanno acquistato nuovi beni limitatamente alla necessità di sostituire quelli obsoleti. È da rilevare che gli anni precedenti alla crisi, come pure nel 2008, le imprese avevano aumentato la loro capacità produttiva in modo

Grafico 2. Peso dei sottocampioni rispetto al totale imprese per ricavi di vendita



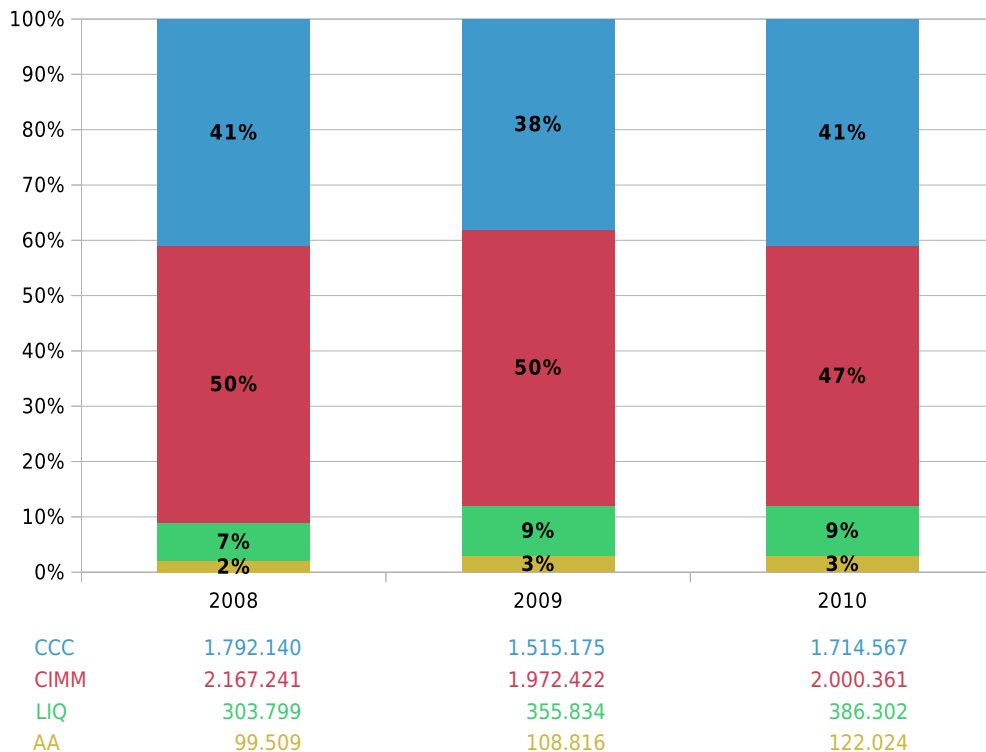
sostanziale.⁶ Capacità produttiva che è poi rimasta inutilizzata (e in parte dismessa) con il sopraggiungere della crisi.

Nel 2010 i valori sono rimasti sostanzialmente stabili. I crediti sono cresciuti in modo proporzionale rispetto al fatturato, i debiti e le rimanenze sono in linea con i valori dell'anno precedente. Le aziende, di fronte alle difficoltà vissute nel passato e all'incertezza del presente, hanno preferito non investire nel magazzino, non facilmente liquidabile. Come si può notare dal Grafico 3, la struttura degli attivi non ha subito grandi variazioni nel corso del triennio.

La struttura patrimoniale presenta delle differenze a livello dimensionale. Le micro imprese hanno ridotto in modo costante il valore degli

⁶ Un'analisi condotta sull'economia trevigiana evidenzia investimenti rispetto al fatturato storicamente pari al 3-4%, che crescono fino ad un valore massimo nel 2008 pari all'8%. Sebbene non sia chiaro il contributo a questa cifra generato dalle rivalutazioni contabili rese possibili dalle normative fiscali di allora, la dinamica degli investimenti è chiaramente pro-ciclica. Cfr. G. GARDENAL, *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, «I quaderni del CEG», Venezia, Studio LT2, 2011.

Grafico 3. Struttura degli attivi per il totale imprese (valori medi per azienda)



attivi (-12,5% nel triennio), le piccole imprese sono riuscite a mantenerli stabili, mentre le medie-grandi imprese hanno aumentato il loro capitale investito totale del 7,2% (da 22,7 milioni nel 2008 a 24,3 milioni nel 2010). In particolare:

- le micro-imprese hanno una minore quota di CCC, compresa fra il 30% del 2008 e il 18% del 2010 in netto calo ed un maggior peso del CIMM, in aumento dal 59% al 66%. Parte della liquidità liberata con la riduzione del circolante è stata depositata in conto corrente;
- anche le piccole imprese hanno progressivamente ridotto il peso del CCC passando da 41% al 33%. Il CIMM è oscillato fra il 48% e il 54%;
- le medie-grandi imprese hanno invece un CCC stabile sopra il 40% e un CIMM stabile attorno al 50%.

Gli impieghi, pari a 4,18 milioni di euro, sono finanziati per il 41% dai mezzi propri (MP) e per il restante 59% con capitale di debito

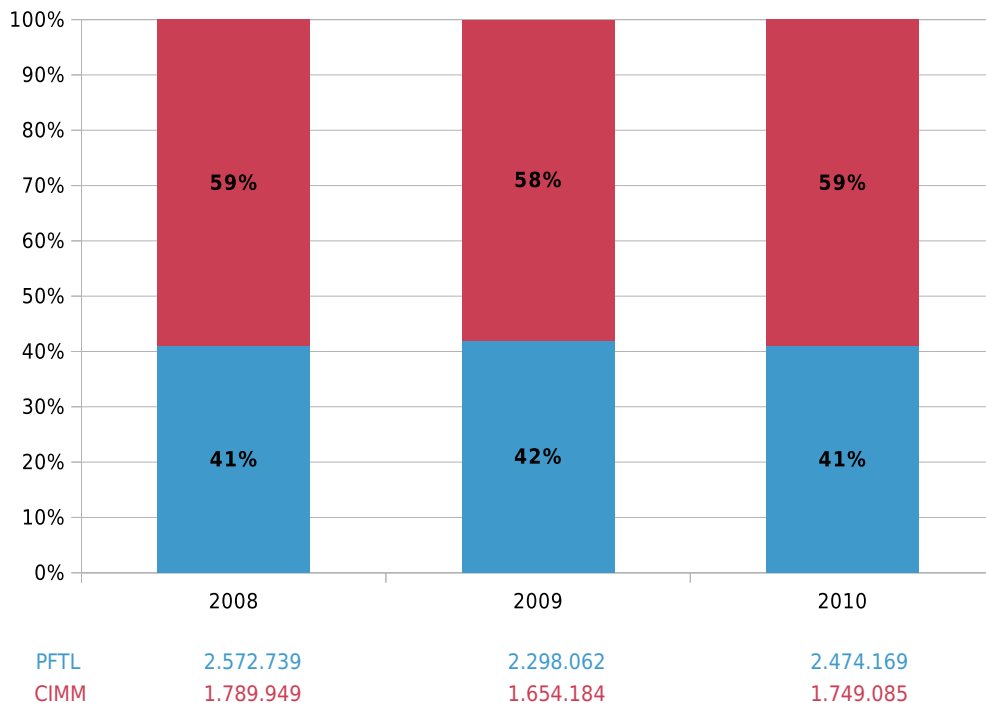
Tabella 2. Struttura degli attivi e peso rispetto al CIT suddiviso per dimensione aziendale

	micro imprese					
	2008		2009		2010	
Capitale circolante commerciale (CCC)	217.747	29,90%	185.803	27,03%	114.507	17,96%
Capitale immobilizzato (CIMM)	431.807	59,29%	399.180	58,06%	417.937	65,55%
Capitale investito netto (CIN) (CCC + CIMM)	649.554	89,18%	584.983	85,09%	532.444	83,51%
Liquidità (LIQ)	62.366	8,56%	81.160	11,81%	81.604	12,80%
Attività accessorie (AA)	16.406	2,25%	21.344	3,10%	23.542	3,69%
Capitale investito totale (CIT) (CIN+LIQ+AA)	728.327	100%	687.487	100%	637.590	100%

	piccole imprese					
	2008		2009		2010	
Capitale circolante commerciale (CCC)	1.319.278	41,25%	1.046.253	33,30%	996.339	33,24%
Capitale immobilizzato (CIMM)	1.526.717	47,73%	1.692.645	53,88%	1.573.387	52,50%
Capitale investito netto (CIN) (CCC + CIMM)	2.845.994	88,98%	2.738.898	87,18%	2.569.726	85,74%
Liquidità (LIQ)	268.649	8,40%	310.125	9,87%	318.931	10,64%
Attività accessorie (AA)	83.968	2,63%	92.664	2,95%	108.494	3,62%
Capitale investito totale (CIT) (CIN+LIQ+AA)	3.198.611	100%	3.141.688	100%	2.997.152	100%

	medie-grandi imprese					
	2008		2009		2010	
Capitale circolante commerciale (CCC)	9.757.653	42,90%	9.447.974	38,74%	9.804.981	40,21%
Capitale immobilizzato (CIMM)	11.094.562	48,78%	12.142.642	49,79%	11.689.623	47,94%
Capitale investito netto (CIN) (CCC + CIMM)	20.852.215	91,69%	21.590.616	88,53%	21.494.604	88,16%
Liquidità (LIQ)	1.403.214	6,17%	2.122.280	8,70%	2.199.834	9,02%
Attività accessorie (AA)	487.149	2,14%	675.946	2,77%	688.203	2,82%
Capitale investito totale (CIT) (CIN+LIQ+AA)	22.742.579	100%	24.388.841	100%	24.382.641	100%

Grafico 4. Struttura dei passivi per il totale imprese (valori medi per azienda)



(PFTL).⁷ Tale proporzione è rimasta stabile nonostante il triennio della crisi sia stato caratterizzato da una stretta creditizia. Infatti, nel 2009 la PFTL è diminuita da un valore medio per azienda di 2,6 milioni di euro a 2,3 milioni. Le risorse per il rientro dei debiti sono state attinte principalmente dal circolante (in calo). Il patrimonio netto è invece diminuito per una progressiva riduzione del capitale sociale, delle riserve e per la contabilizzazione delle perdite subite nel 2009. L'anno successivo è stato caratterizzato invece da un incremento (+5,41%) del patrimonio dovuto sostanzialmente agli utili fatti registrare in questo esercizio, rimanendo però al di sotto dei livelli 2008. Analogamente le banche hanno concesso nuovo credito per un importo totale pari a 2,5 milioni di euro.

⁷ Si fa riferimento alla Posizione finanziaria e tributaria lorda (PFTL) poiché comprende sia la gestione finanziaria sia quella tributaria. Non è possibile, infatti, distinguere l'indebitamento nei confronti dell'Erario da quello finanziario per i motivi già descritti prima.

Tabella 3. Struttura dei passivi e peso rispetto al CIT suddiviso per dimensione aziendale

		micro imprese					
		2008		2009		2010	
Capitale investito totale (CIT) (CIN+LIQ+AA)		728.327	100%	687.487	100%	637.590	100%
Mezzi propri (MP)		288.731	39,64%	294.506	42,84%	256.694	40,26%
Posizioni finanziarie e tributarie Lorde (PFTL)		439.596	60,36%	392.982	57,16%	380.895	59,74%
		piccole imprese					
		2008		2009		2010	
Capitale investito totale (CIT) (CIN+LIQ+AA)		3.198.611	100%	3.141.688	100%	2.997.152	100%
Mezzi propri (MP)		1.331.955	41,64%	1.457.159	46,38%	1.430.147	47,72%
Posizioni finanziarie e tributarie Lorde (PFTL)		1.866.656	58,36%	1.684.529	53,62%	1.567.004	52,28%
		medie-grandi imprese					
		2008		2009		2010	
Capitale investito totale (CIT) (CIN+LIQ+AA)		22.742.579	100%	24.388.841	100%	24.382.641	100%
Mezzi propri (MP)		9.257.334	40,70%	10.311.388	42,28%	10.647.586	43,67%
Posizioni finanziarie e tributarie Lorde (PFTL)		13.485.244	59,30%	14.077.453	57,72%	13.735.055	56,33%

Questo trend è confermato anche dal rapporto d'indebitamento totale che è leggermente diminuito da 1,44 del 2008 a 1,41 del 2010. Se ci si ferma a questi valori si rischia di commettere un errore valutativo in quanto si suppone che tutti gli attivi siano finanziati *in primis* con capitale di terzi e secondariamente con il capitale di rischio. Chi scrive ritiene invece che gli attivi non operativi (liquidità e attività accessorie) debbano essere finanziati esclusivamente con capitale di rischio poiché estranei al *core business*. Di conseguenza il rapporto d'indebitamento deve essere corretto al denominatore, calcolando il valore dei debiti finanziari sul valore del patrimonio netto destinato alla copertura degli attivi industriali, ottenendo così il cosiddetto indebitamento industriale. Tanto maggiore sarà la differenza fra i due indicatori, tanto più elevata sarà la parte di patrimonio netto destinata alla copertura di attività non caratteristiche. Tale rapporto aumenta fra il 2008 e il 2010 da 1,86 a 1,99. Ciò indica un progressivo aumento degli attivi non operativi, soprattutto della liquidità. I flussi di cassa generati dalla contrazione del capitale

Tabella 4. Conto economico riclassificato (valori medi per azienda)

	2008	2009	tasso di variazione 2009	2010	tasso di variazione 2010
Totale valore della produzione	6.232.035	4.763.295	-23,57%	5.265.693	10,55%
Ricavi vendite e prestazioni	6.078.661	4.708.277	-22,54%	5.123.896	8,83%
Variazioni rimanenze prodotti	33.276	-48.850	-246,80%	16.688	134,16%
Variazione lavori in corso su ordinazione	2.604	3.720	42,84%	17.912	381,53%
Incrementi di immobilizz. per lav. interni	15.017	13.392	-10,82%	18.494	38,10%
Altri ricavi	103.134	86.861	-15,78%	87.702	0,97%
Totale costi della produzione	5.979.664	4.694.566	-21,49%	5.040.221	7,36%
Acquisti di materie	3.217.843	2.269.131	-29,48%	2.685.454	18,35%
Servizi	1.398.147	1.079.099	-22,82%	1.150.193	6,59%
Variazione rimanenze materie prime	-7.505	59.775	896,42%	-28.099	-147,01%
Accantonam. e oneri diversi di gestione	67.080	64.524	-3,81%	61.241	-5,09%
<i>Margine di contribuzione</i>	1.556.470	1.290.766	-17,07%	1.396.904	8,22%
Godimento di beni di terzi	181.134	158.475	-12,51%	153.895	-2,89%
Costi per il personale	908.466	796.888	-12,28%	813.136	2,04%
<i>Margine operativo lordo</i>	466.870	335.403	-28,16%	429.873	28,17%
Ammortamenti e svalutazioni	214.500	266.674	24,32%	204.402	-23,35%
Ammortamenti immateriali	46.931	44.141	-5,94%	45.127	2,23%
Ammortamenti materiali	142.148	134.430	-5,43%	132.725	-1,27%
Altre svalutazione immob.	1.548	67.560	4263,51%	7.862	-88,36%
Svalutazione crediti e disp. liquide	22.506	19.950	-11,36%	18.079	-9,38%
Reddito operativo	252.371	68.729	-72,77%	225.472	228,06%
Totale prov. e oneri finanziari	-99.016	-42.381	57,20%	-35.857	15,39%
Proventi da partecipazioni	11.135	23.982	115,38%	13.673	-42,99%
Altri proventi finanziari	24.855	12.499	-49,71%	10.673	-14,61%
Interessi e altri oneri finanziari	132.298	78.362	-40,77%	59.818	-23,66%
Utile (perdita) su cambi	-2.709	-150	94,46%	-142	5,20%
Totale rettifiche att. finanz.	-5.562	-15.757	-183,27%	-10.425	33,84%
Rivalutazioni	5.189	3.693	-28,83%	4.181	13,20%
Svalutazioni	10.752	19.450	80,90%	14.606	-24,91%
Totale prov./oneri straord.	-11.907	12.371	203,90%	5.142	-58,44%
Risultato prima delle imposte	135.885	22.962	-83,10%	184.332	702,77%
Imposte sul reddito	104.159	76.459	-26,59%	98.684	29,07%
Utile/perdita di esercizio	31.726	-53.497	-268,62%	85.647	260,10%

circolante sono stati dunque «parcheggiati» in attesa di capire gli sviluppi della crisi.

Per quanto riguarda il confronto fra i tre sottogruppi, non si rilevano forti differenze nella struttura dei passivi bensì nella dinamica del patrimonio netto e del debito. Infatti, le micro e le piccole imprese mostrano una contrazione della PFTL del 13,4% le prime e del 16% le seconde nel corso del triennio di analisi, mentre le medie-grandi imprese hanno ottenuto ulteriore credito nel 2009 (da 13,5 milioni a 14,1), restituendone una parte nel 2010 (PFTL pari a 13,7 milioni), riuscendo a rafforzare il patrimonio netto (+15% nel triennio). Le micro imprese, a causa delle forti perdite subite, sono sottocapitalizzate. I mezzi propri sono passati da una media di 288.731 euro a 256.694 euro fra il 2008 e il 2010 (-11%).

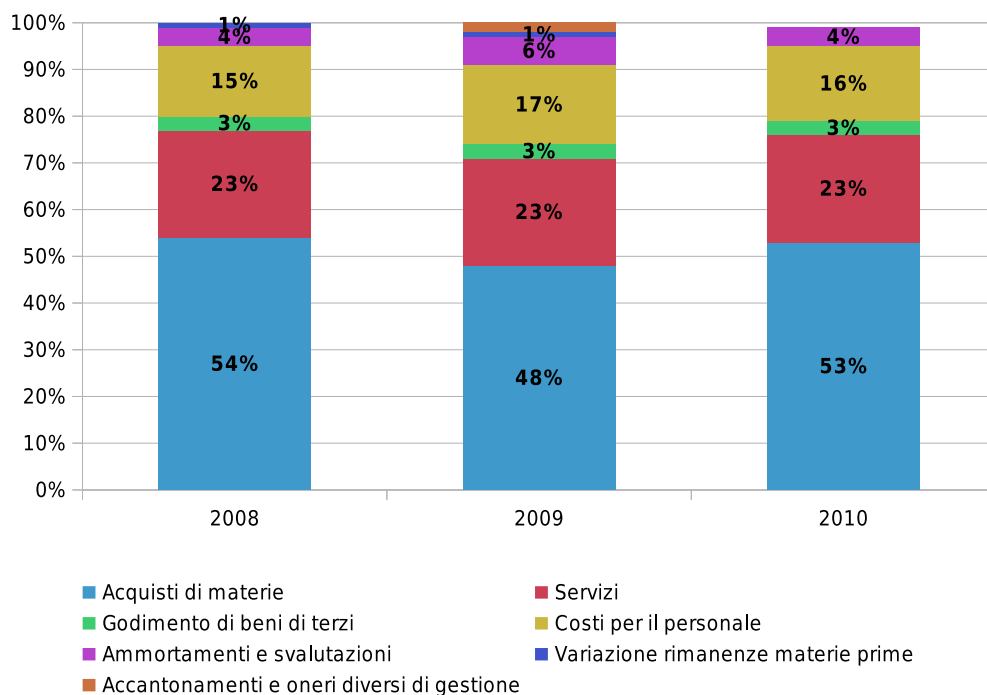
2.2. Analisi delle dinamiche reddituali

Nel paragrafo precedente è stata analizzata la struttura patrimoniale dell'impresa media del settore manifatturiero. La struttura degli attivi sintetizza le scelte fatte dall'imprenditore, scelte che si riflettono poi nel conto economico attraverso le voci di ricavi e di costi. Le avvisaglie della crisi si avvertono già a partire dai risultati del 2008, ma il vero colpo ai ricavi (e ai redditi) è stato dato l'anno successivo. Le cifre parlano da sé: i ricavi di vendita passano da 6 milioni a 4,7 milioni di euro nel 2009, pari a un -22,54%. Nel 2010 si vede una lenta ripresa, ma non sufficiente a coprire la grossa perdita di fatturato registrata nell'anno precedente. I ricavi si fermano, infatti, a 5,1 milioni di euro, pari a un +8,83%.

Gli effetti di tale perdita di domanda dipendono dalla capacità dell'azienda di reagire agli shock. Tale reazione dipende essenzialmente dalla struttura dei costi. Vediamo in dettaglio gli effetti del crollo della domanda sul settore manifatturiero. A fronte di un -23% del fatturato, il margine operativo lordo (MOL) è diminuito del 28%, mentre il reddito operativo (MON) è crollato del 73% passando da 252.371 a 68.729 euro nel 2009.

Nella Tabella 4 sono riportati i dati di conto economico per il triennio 2008-2010 con le relative variazioni annuali. Seguendo l'ordine dato dal legislatore nel presentare le voci di costo, si nota che nel 2009 i costi per l'acquisto delle materie prime si sono ridotti in modo più che proporzionale rispetto alla variazione del fatturato (-29,48%); riduzione favorita anche dalla caduta dei prezzi delle materie prime nei mercati internazionali dopo i picchi registrati nel 2008.

Grafico 5. Suddivisione dei costi della produzione per il totale imprese



I costi per i servizi sono diminuiti in modo proporzionale (-22,82%). La voce «godimento beni di terzi», nella quale rientrano principalmente i canoni di leasing, si è ridotta del 12,51% poiché le aziende hanno preferito non rinnovare contratti di leasing arrivati a scadenza. Il costo del lavoro è sceso anch'esso del 12% per effetto del ricorso alla cassa integrazione sia ordinaria che straordinaria da parte delle aziende.⁸ Tale voce, avendo un peso rilevante nella determinazione dei costi della produzione, pari al 16% circa, ha determinato la caduta del MOL. Peso che aumenta di due punti percentuali nel 2009 (si veda Grafico 5).

La contrazione del reddito operativo è da imputarsi al costo degli investimenti, che aumenta per effetto delle svalutazioni delle immobilizzazioni, mentre gli ammortamenti diminuiscono. Tale dinamica deve essere considerata un fatto eccezionale poiché determinata princi-

⁸ Nel 2009 le ore di CIG ogni 1.000 ore lavorate sono state pari a 84,2 (dato medio dell'anno) con un picco di 91,6 nel terzo trimestre. Nel 2008 le aziende sono ricorse mediamente a 19,3 ore ogni 1.000 lavorate (picco a 36 nel quarto trimestre). Nel 2010 il valore è sceso a 61,9 (picco a 77,6 nel primo trimestre). Fonte: dati Istat totale industria escluse costruzioni - dati relativi al Nord-Est.

palmente da due casi, relativi ai settori della meccanica e degli elettrodomestici, di dimensioni tali da influenzare l'intero campione. Limitando l'analisi alle sole voci «ammortamenti materiali» e «ammortamenti immateriali», la flessione è pari al 5,56%. Questo valore conferma quanto visto per il capitale immobilizzato: nel 2008 il valore degli ammortamenti era ai massimi dati gli elevati investimenti fatti negli anni precedenti. Nel 2009 le aziende si sono limitate a rimpiazzare i beni obsoleti e, in alcuni casi, a vendere beni non più necessari.

Nell'anno della ripresa, il 2010, il MOL è rimbalzato a 429.783 euro medi per azienda (+28%), ritornando poco sotto i livelli del 2008, seguito a ruota dal reddito operativo, risalito a 225.472 euro, nonostante una crescita del fatturato «solamente» del 10%. Questi dati indicano che la crisi ha portato con sé anche aspetti di efficienza: le imprese trevigiane, a corto di liquidità e con un fatturato in picchiata, sono state costrette a rivedere la loro struttura dei costi, eliminando quelli in eccesso.

I risultati negativi del 2009 sono stati attenuati dalla gestione finanziaria. Infatti, diversi elementi hanno permesso di ridurre l'ammontare degli oneri finanziari (netti) da 99.016 euro del 2008 a 42.381 del 2009. Sul fronte degli oneri finanziari, le aziende si sono innanzitutto ritrovate a pagare tassi d'interesse molto più bassi, grazie alla loro discesa dai massimi del 2008. Il costo medio del debito passa da 5,41% nel 2008 a 3,41% nel 2009 (2,42% nel 2010). La stretta creditizia ha poi ridotto il capitale sul quale applicare i minori saggi d'interesse. Questa tendenza è proseguita nel 2010.

Prima di soffermarsi sul risultato finale ottenuto dall'impresa media manifatturiera nel triennio è bene approfondire quanto successo nella gestione tributaria. Nel 2008, le imprese a fronte di un reddito lordo di 135.885 euro, hanno maturato imposte d'esercizio per un ammontare di 104.159 euro. La fiscalità effettiva è dunque pari al 76%, ben lontana dalle aliquote IRES del 27,5% e IRAP del 3,9%. Nel 2009 la situazione è ancora più preoccupante poiché il reddito pre-tassazione è pari a circa 23.000 euro, ma le imposte sono addirittura più di tre volte l'utile lordo. Nel 2010 la situazione migliora notevolmente e il settore manifatturiero fa registrare un risultato ante-imposte superiore al livello raggiunto nel 2008 e pari a 184.332. Il peso della fiscalità scende al 53,5%. Queste cifre mostrano che le imposte rappresentano un vero e proprio costo fisso per le imprese a causa dell'ineducibilità di alcune voci, in particolare modo il costo del lavoro. Il conto economico si chiude con un utile medio di 31.726 euro nel 2009, una perdita di 53.497 euro nel 2009 e un utile in forte ripresa pari 84.647 euro nel 2010.

Tabella 5. Conto economico riclassificato suddiviso per dimensione aziendale (valori percentuali ogni 100 euro di ricavi di vendita)

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Ricavi di vendita (base=100)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costi variabili	74,39%	72,59%	72,74%	65,10%	64,07%	64,53%
Margine di contribuzione	25,61%	27,41%	27,26%	34,90%	35,93%	35,47%
Costo del lavoro	14,95%	16,93%	15,87%	22,28%	24,89%	24,06%
Altri costi fissi	2,98%	3,37%	3,00%	6,25%	6,89%	5,99%
Margine operativo lordo	7,68%	7,12%	8,39%	6,37%	4,15%	5,42%
Totale ammortamenti e svalutazioni	3,53%	5,66%	3,99%	4,33%	7,03%	5,75%
Reddito operativo	4,15%	1,46%	4,40%	2,04%	-2,88%	-0,33%
Oneri finanziari	2,18%	1,66%	1,17%	2,48%	1,97%	1,49%
Imposte	1,71%	1,62%	1,93%	2,08%	1,71%	1,94%
Utile netto	0,52%	-1,14%	1,67%	-1,27%	-5,17%	-2,20%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Ricavi di vendita (base=100)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costi variabili	70,64%	69,36%	68,84%	76,64%	75,20%	75,24%
Margine di contribuzione	29,36%	30,64%	31,16%	23,36%	24,80%	24,76%
Costo del lavoro	18,64%	20,71%	19,97%	12,89%	14,14%	13,28%
Altri costi fissi	3,94%	4,25%	3,82%	2,32%	2,48%	2,33%
Margine operativo lordo	6,78%	5,68%	7,37%	8,15%	8,18%	9,15%
Totale ammortamenti e svalutazioni	3,50%	4,17%	3,72%	3,47%	6,14%	3,89%
Reddito operativo	3,28%	1,50%	3,66%	4,68%	2,04%	5,27%
Oneri finanziari	2,01%	1,46%	1,16%	2,21%	1,72%	1,13%
Imposte	1,83%	1,50%	1,70%	1,64%	1,67%	2,01%
Utile netto	0,01%	-1,18%	0,93%	0,88%	-0,56%	2,44%

Sul fronte dimensionale la caduta della domanda ha colpito in tempi diversi i tre gruppi d'impresa, ma con un'intensità nel triennio molto simile. Infatti, le micro imprese hanno registrato una flessione dei ricavi nel 2009 del 5% mentre nel 2010 sono aumentati dell'1,87%, con una perdita complessiva nel triennio del 3,2%. Le piccole imprese hanno invece lasciato sul terreno prima un 3% e poi un 2,5%, per una riduzione del fatturato del 5,5% fra il 2008 e il 2010. Diversamente, le aziende più grandi hanno perso un 9,1% per poi registrare un +5,7% nel 2010, con un effetto netto nel triennio di -3,94%. Tale dinamica non si è però riflessa nelle voci di reddito.

Nella Tabella 5 sono riportate le principali voci che costituiscono il conto economico rapportate al valore dei ricavi delle vendite (RV), suddivisi nelle tre dimensioni di fatturato.

Le maggiori evidenze che emergono sono riconducibili alla struttura dei costi. Le micro aziende presentano un margine di contribuzione nettamente più elevato rispetto alle piccole e soprattutto alle medie-grandi imprese (35 contro rispettivamente 30 e 24), ma un margine operativo lordo più basso. La differenza è quasi completamente assorbita dal costo del lavoro. Tale struttura dei costi ha effetti sulla reattività delle imprese e di conseguenza sui margini prodotti. In particolare:

- la caduta dei ricavi non ha intaccato il MOL delle medie-grandi imprese (pari a 8,15 euro) e con la ripresa il MOL/RV è aumentato fino a 9,15. Le micro e piccole imprese hanno invece visto scendere il proprio MOL e le micro aziende nel 2010 non sono riuscite a recuperare il margine perso.
- le micro imprese non sono riuscite a gestire in modo flessibile il capitale fisso. Nel 2008 gli ammortamenti rappresentavano il 4% dei ricavi di vendita contro un 3,5% delle piccole e medie grandi imprese. La caduta dei ricavi nel 2009 ha portato il rapporto al 7% per le micro, al 4% per le piccole e al 6% per le altre. Nel 2010 il peso di questi costi è diminuito fino ai livelli del 2008 per le imprese da 2 milioni di euro di fatturato in su.
- la maggiore rigidità della struttura delle micro aziende fa sì che nel 2008 ogni 100 euro di ricavi delle vendite si riescano a produrre solo 2 euro di reddito operativo con il quale è poi necessario coprire oneri finanziari e imposte. Nel 2009 l'EBIT crolla a -3%. Il 2010 delle micro imprese si chiude in pareggio, mentre le piccole e medie-grandi imprese registrano i valori massimi del triennio.

Le imposte hanno un effetto ancora più depressivo rispetto a quanto visto a livello aggregato. Infatti, le micro imprese, sopportando costi del lavoro più elevati, si trovano a sostenere un peso delle imposte più elevato. Sul fronte degli utili, le micro imprese hanno chiuso in perdita tutti e tre gli anni, con un minimo nel 2009, mentre gli altri gruppi, dopo un anno lievemente negativo, sono riusciti a ritornare all'utile nel 2010.

Dall'analisi comparata emerge dunque una diversa struttura dei costi: man mano che aumenta la dimensione, diminuisce il peso dei costi fissi. Questo ha permesso alle società più grandi di reagire in modo migliore, limitando i danni causati dalla crisi.

2.3. Analisi del rapporto rendimento-rischio

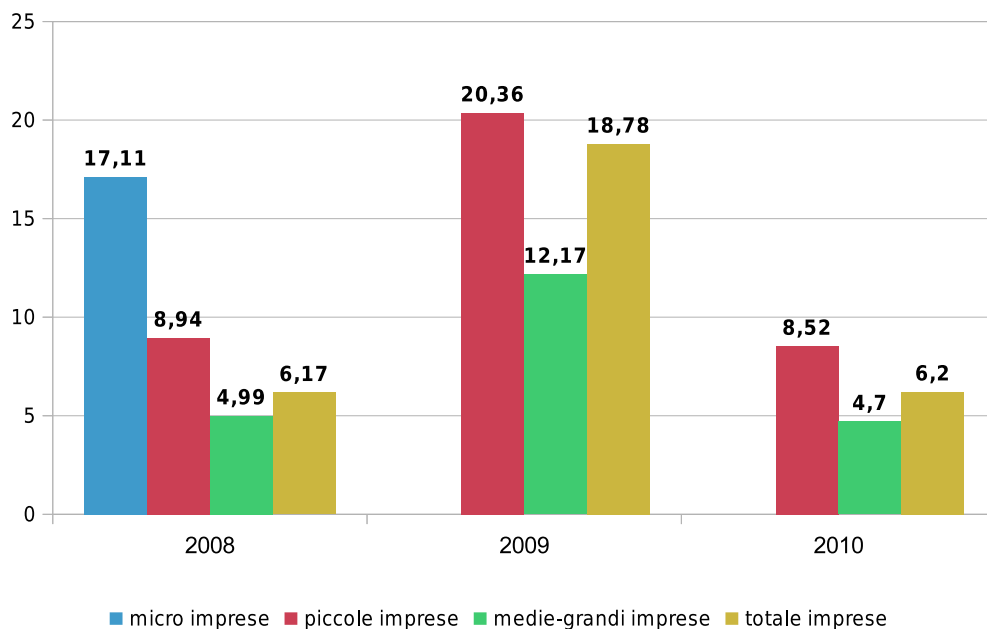
Le imprese si trovano ad affrontare differenti rischi elementari (rischio di crollo della domanda, di aumento dei prezzi delle materie prime, di tasso di cambio, di tasso d'interesse ecc.) che combinati fra loro attraverso le scelte imprenditoriali costituiscono il cosiddetto rischio aziendale. Dunque, a fronte di identici rischi esterni, le aziende reagiscono in modo diverso perché differenti sono le combinazioni di questi elementi con gli altri fattori della produzione. La corretta gestione di questi fattori permette però alle imprese di realizzare la redditività delle proprie aziende e, di conseguenza, il loro valore. Il mix fra fattori della produzione e rischi generato dalle scelte imprenditoriali è quindi alla base dei meccanismi di creazione di valore delle aziende e della sua persistenza nel tempo. Per questo motivo in questo paragrafo saranno prima presentate le misure più comuni dei rischi aziendali e in seguito quelle relative alla redditività prodotta.

Il primo indicatore di rischio legato alla gestione operativa è il cosiddetto grado di leva operativa (GLO). È una misura della sensibilità del reddito operativo al variare dell'1% delle quantità vendute. Indica, cioè, quanto EBIT verrà perso a fronte di una calo del fatturato per effetto delle quantità vendute: se l'indice è pari a 5, una riduzione delle quantità vendute del 10% determinerà una contrazione del reddito operativo del 50% ($5 \times 10\%$). Essendo legato alle quantità, tanto maggiore è il peso dei costi fissi, tanto più esposta è l'impresa a tale rischio.

Il settore manifatturiero presenta un livello elevato di GLO: nel 2008 è pari a 6,17 e balza a 18,78 nel 2009 per rientrare a 6,20 nel 2010. Il valore è alto, ma non è preoccupante poiché il dato del 2009 è dovuto alla momentanea contrazione dei margini. Le imprese del manifatturiero hanno reagito prontamente alla caduta della domanda ridisegnando la struttura dei costi e rendendola più efficiente. Per questo motivo la leva operativa è ritornata ai livelli del 2009. Nel caso tale ristrutturazione non fosse stata fatta, ci si sarebbe dovuti attendere un livello molto più elevato e preoccupante. Non è possibile esprimere le stesse parole rassicuranti per le micro imprese in quanto la leva ha raggiunto livelli allarmanti nel 2008. L'indicatore non è calcolabile nel 2009 e 2010: il rischio è diventato danno!

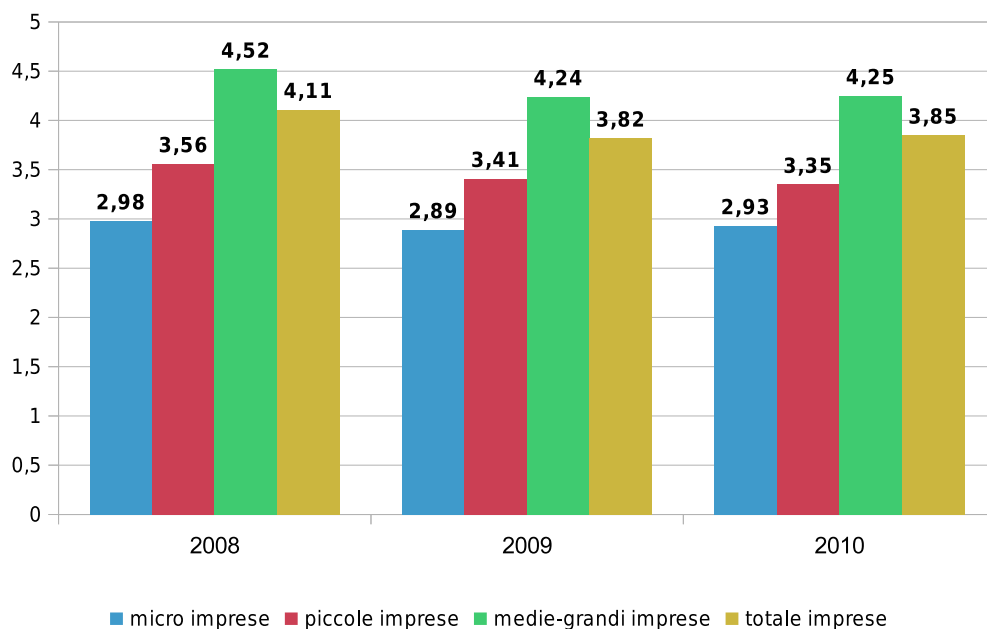
Un secondo indicatore legato alla gestione corrente e alle dinamiche del fatturato è il cosiddetto grado di leva di prezzo (GLP). A differenza del precedente, misura la sensibilità dei redditi operativi al diminuire dei ricavi di vendita per effetto di una variazione dei

Grafico 6. Grado di leva operativa per dimensione aziendale



prezzi. Più precisamente, questo indice segnala di quanto dovrebbero aumentare le quantità vendute al fine di neutralizzare l'effetto della riduzione dei prezzi sui redditi operativi. Un valore di 3 indica che, a fronte di una riduzione del prezzo dell'1%, l'impresa dovrebbe aumentare le quantità del 3% ($3 \times 1\%$) perché tale manovra non abbia effetti negativi sui margini operativi netti. Questa misura di rischio fornisce informazioni molto utili soprattutto per le aziende che operano in mercati nei quali la discriminante competitiva è data dai prezzi. Il valore ottenuto deve essere poi confrontato con l'elasticità della domanda del prodotto venduto, in modo da capire se il taglio dei prezzi di listino permetterà effettivamente un aumento degli utili operativi tramite l'aumento delle quantità. Un esempio può aiutare a capire gli effetti della leva di prezzo. Ipotizziamo che ci siano due aziende, Alfa e Beta, che producono ognuna 100 pezzi di un prodotto perfettamente identico e possiedono ciascuna il 50% delle quote di mercato. Le imprese affrontano una curva di domanda con elasticità pari a 3 (cioè se riduco i prezzi dell'1%, le quantità vendute aumentano del 3%). La società Alfa ha un GLP pari a 2, la società Beta pari a 3,33 (hanno una diversa struttura dei costi). Entrambe le società decidono di ridurre il prezzo del 10%, da 10 a 9, per conquistare nuove

Grafico 7. Grado di leva di prezzo per dimensione aziendale



quote di mercato. Gli effetti sui redditi operativi saranno però diversi: per la società Alfa è sufficiente produrre 20 unità in più (2/10%) per neutralizzare l'effetto della diminuzione del reddito, mentre per la società Beta saranno necessarie 33 unità in più.⁹ Entrambe riusciranno a venderne solo 30 in più; Alfa aumenterà i propri margini operativi, mentre Beta li vedrà erosi dalla riduzione del prezzo.

L'esposizione al rischio di prezzo è maggiore nelle imprese con un maggior peso dei costi variabili rispetto ai costi fissi. La dinamica di questo indicatore è dunque opposta a quella della leva operativa.

I risultati ottenuti dall'analisi sono confortanti. Il grado di leva di prezzo oscilla fra 3,8 e 4,11, lievemente sopra al livello soglia di 3, ed è in riduzione. Come si vede dal Grafico 7, le medie-grandi imprese patiscono un rischio maggiore perché presentano una struttura dei costi sbilanciata sui costi variabili.

L'analisi dei rischi derivante dai costi è completata con il calcolo di due leve: il grado di leva finanziaria (GLF) e il grado di leva combinata (GLC). La prima misura la sensibilità della differenza fra redditi operativi

⁹ L'ipotesi sottostante è che le imprese dispongano di capacità produttiva in eccesso tale da coprire l'aumento delle quantità senza il ricorso a nuovi investimenti.

Tabella 6. Valori delle leve per dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Grado di leva operativa (GLO)	6,17	18,78	6,2	17,11	n.c.	n.c.
Grado di leva di prezzo (GLP)	4,11	3,82	3,85	2,98	2,89	2,93
Grado di leva finanziaria (GLF)	1,1	n.c.	0,36	n.c.	n.c.	n.c.
Grado di leva combinata (GLC)	6,8	n.c.	2,24	n.c.	n.c.	n.c.

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Grado di leva operativa (GLO)	8,94	20,36	8,52	4,99	12,17	4,7
Grado di leva di prezzo (GLP)	3,56	3,41	3,35	4,52	4,24	4,25
Grado di leva finanziaria (GLF)	1,58	29,85	0,46	0,89	5,32	0,27
Grado di leva combinata (GLC)	14,13	607,73	3,96	4,45	64,67	1,29

e oneri finanziari rispetto a una variazione del reddito operativo, qualunque sia la causa che la ha indotta (ovvero: prezzo o quantità). Il GLF moltiplica gli effetti della variabilità dei redditi operativi: per ogni punto percentuale di variazione del reddito operativo indotto dalla leva operativa assisteremo alla dinamica prescritta dalla leva finanziaria. Per questo motivo è utile calcolare il GLC che è pari al prodotto fra GLF e GLO. Supponendo di avere un GLO di 3 ed un GLF di 2, la variazione dell'1% delle quantità vendute genererebbe una variazione del 6% del reddito di competenza.¹⁰

Il settore manifatturiero nel suo complesso ha un grado di leva finanziaria pari a 1,10, nel 2008, ma non può essere quantificata nel 2009 a causa di redditi operativi positivi ma inferiori agli oneri passivi pagati.¹¹ L'anno successivo i valori scendono al di sotto del livello del 2008, a 0,36. Tale indicatore non può essere calcolato per le micro imprese. Per le altre invece registra un salto nel 2009, per poi ridursi drasticamente nel 2010. Osservazioni analoghe possono essere fatte per la combinazione fra rischio di quantità e rischio finanziario, misurati attraverso la leva combinata.

Nell'analisi dei rischi legati alla gestione corrente e operativa troviamo accanto alle leve gli indicatori di intensità di capitale investito rispetto al fatturato impiegato. Una prima misura è l'intensità di

¹⁰ Reddito di competenza = reddito operativo – risultato della gestione finanziaria.

¹¹ Questo indica che l'utile ante imposte positivo è stato ottenuto con entrate nette di carattere straordinario.

capitale circolante che calcola quanto capitale è stato investito nel circolante ogni 100 euro di ricavi prodotti. Il valore di equilibrio oscilla attorno al 30%. Dal Grafico 8 emerge che il settore manifatturiero è riuscito a contenere tale rischio anche per l'effetto delle politiche di credito che hanno costretto le imprese a cercare la liquidità mancante attraverso lo smobilizzo del capitale di giro. Tale effetto è ben visibile dal grafico: l'indice si riduce in modo netto per le imprese di dimensioni più piccole, maggiormente colpite dal *credit crunch*, mentre aumenta per le medie-grandi aziende che hanno invece ricevuto risorse dal sistema bancario.

L'intensità di capitale immobilizzato indica invece quanti euro sono stati investiti in capitale fisso ogni 100 euro di fatturato. L'indicatore aumenta leggermente fra il 2008 e il 2009 per effetto della riduzione dei ricavi di vendita, mentre il valore del capitale investito è rimasto stabile. Ciò che preoccupa è la situazione delle micro imprese: un'intensità molto elevata e persistente pari a circa il 60% indica un sovradimensionamento di capacità produttiva.

Il terzo indicatore misura l'intensità relativa ovvero quanto capitale di giro è necessario ogni 100 euro di capitale fisso investito. La sua importanza risiede nel fatto che molto spesso gli imprenditori non tengono in considerazione che un nuovo investimento in capacità produttiva richiederà un ulteriore investimento in capitale circolante in seguito all'aumento delle quantità prodotte. Questa porta a sottostimare l'effettiva necessità di nuove risorse finanziarie. Un valore pari a 84% indica che ogni 100 euro di capitale investito fisso servono ulteriori 84 euro per finanziare il capitale circolante, dunque a fronte di un investimento di 100.000 euro si dovrebbero richiedere risorse per ulteriori 84.000 euro per poter mettere in funzione il proprio investimento. I risultati sono confortanti sotto diversi aspetti. Il primo è che l'indicatore è ben sotto il valore soglia del 100%, indicando una situazione di equilibrio fra gli attivi di bilancio. Il secondo è la riduzione dei valori nonostante il triennio di turbolenze vissuto dalle aziende. Un'altra testimonianza della capacità di reazione delle imprese trevigiane.

L'analisi dei rischi a livello operativo si completa con lo studio del rischio legato agli investimenti. La decisione di acquistare un nuovo macchinario crea, infatti, un vincolo all'impresa in quanto essa sarà legata a quella tecnologia per tutta la vita del bene. Questo rappresenta una fonte di rischio poiché l'azienda potrebbe trovarsi spiazzata da un concorrente che, utilizzando una tecnologia più avanzata, riesce a ridurre il prezzo attraverso il guadagno di efficienza. Il rischio tecnologico è misurato dalla vita residua e deve essere com-

Grafico 8. Intensità di circolante per dimensione aziendale

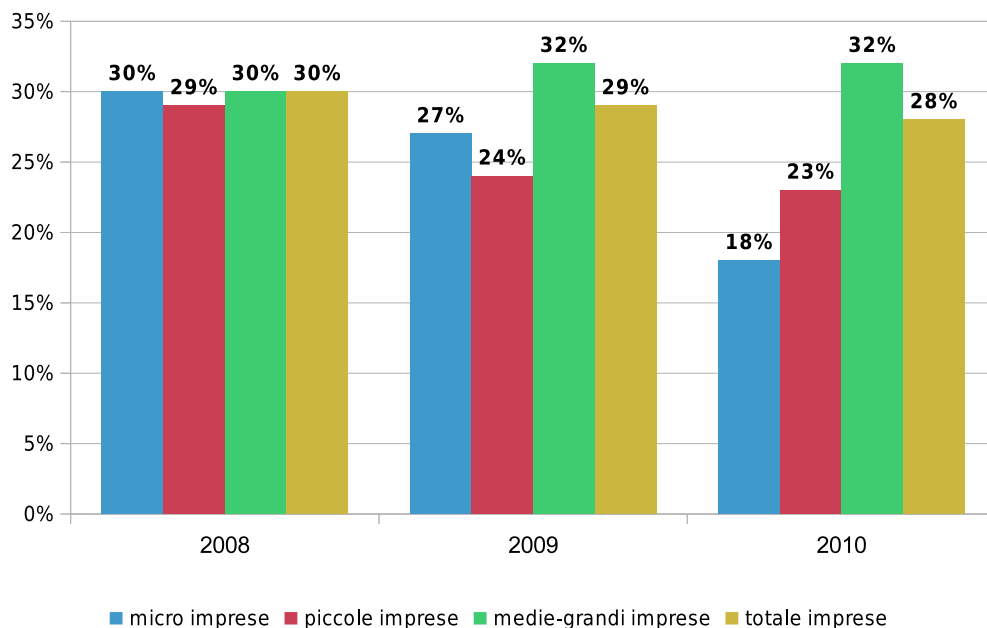


Grafico 9. Intensità di capitale fisso per dimensione aziendale

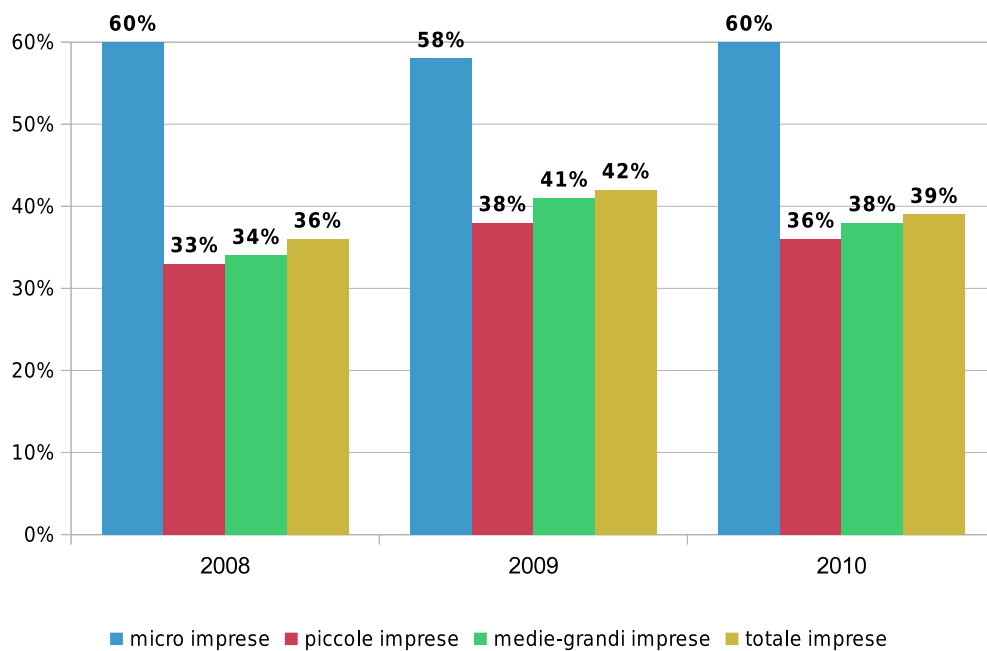


Grafico 10. Intensità relativa per dimensione aziendale

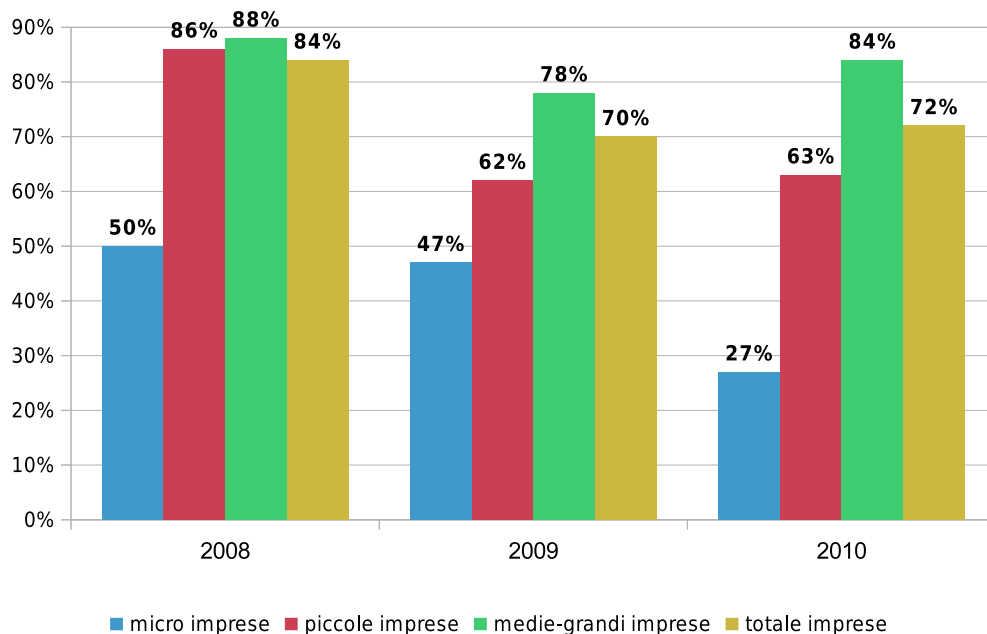
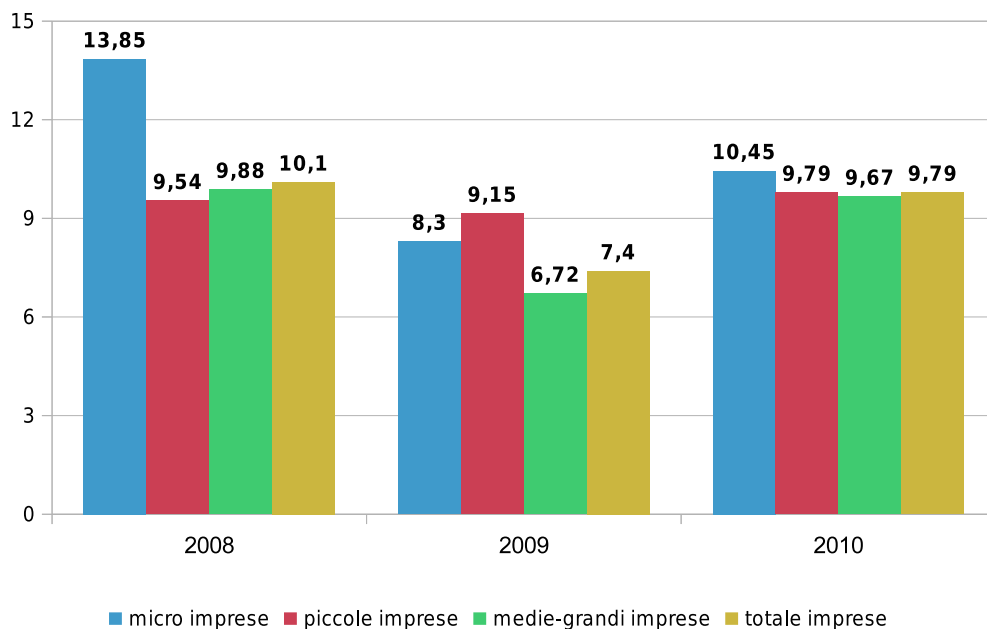


Grafico 11. Vita residua per dimensione aziendale



parato con il grado d'innovazione caratteristico del settore in cui si opera. A parità di vita residua, l'impresa che opera in un settore fortemente innovativo sarà più esposta rispetto ad un'azienda che opera in un settore in cui i cambiamenti tecnologici sono meno frequenti. La vita residua è data dal rapporto fra il CIMM e il totale ammortamenti e svalutazioni.

L'azienda manifatturiera media trevigiana aveva nel 2008 una vita residua dei cespiti elevata pari a circa 10 anni conseguenza degli ingenti investimenti di espansione e sviluppo fatti fino a quell'anno. Questo valore scende a circa 7 anni per poi risalire a 10 anni nel 2010. La caduta del valore del 2009 è da imputarsi a un aumento del valore complessivo degli ammortamenti e delle svalutazioni causata dalla forte svalutazione delle immobilizzazioni operata da due aziende (una del settore della meccanica inclusa fra le grandi e una degli elettrodomestici inclusa fra le micro). Depurando i dati da queste anomalie si può affermare che la vita residua è sostanzialmente stabile nel triennio e si aggira attorno ai 10 anni.

Le aziende manifatturiere trevigiane sono riuscite, salvo alcune eccezioni, a tenere sotto controllo i rischi in un triennio di difficoltà. Questo però non è sufficiente a creare valore. Infatti, prendendo spunto dalle attività scambiate nei mercati finanziari, all'aumentare del rischio aumenta il premio, ovvero la remunerazione richiesta per accollarsi tale rischio. È poi la realizzazione di tale remunerazione che crea nuova ricchezza. In caso contrario ci sarà una distruzione di valore. Per questo motivo la sola analisi dei rischi non è sufficiente e deve essere affiancata dallo studio della remunerazione ottenuta dall'impresa. Ci sarà creazione di nuova ricchezza quando avrò un aumento del rapporto rendimento-rischio, viceversa l'impresa avrà assunto rischi in misura eccessiva. Il rischio è dunque, a tutti gli effetti, un fattore della produzione. È utile sottolineare che tale rapporto deve essere studiato su un arco temporale abbastanza lungo da permettere alle decisioni aziendali di sviluppare i loro effetti. Ad esempio un'impresa che investe nella ricerca e sviluppo di un nuovo prodotto avrà come effetto immediato l'aumento del rischio legato all'investimento in ricerca e sviluppo, ma gli effetti sul reddito si vedranno solo negli anni seguenti.

Un primo indicatore di redditività è il MOL sul fatturato. Misura il margine delle vendite realizzato dall'impresa ogni 100 euro di ricavi realizzati e tanto più è elevato, tanto più positivo sarà il giudizio espresso. L'indicatore può essere riscritto come « $1 - \text{Costi operativi monetari} / \text{Ricavi di vendita}$ ». È importante conoscere la dinamica di tale indice poiché fornisce indicazioni sulla capacità di un'impresa di gestire i costi

monetari. Infatti, un suo aumento può essere dovuto sia a un incremento del fatturato seguito da un incremento meno proporzionale dei costi, sia a una riduzione dei ricavi di vendita accompagnata da una maggiore contrazione dei costi. In questo secondo caso l'azienda ha creato valore dalla corretta gestione di un rischio: a fronte di un fatto esogeno (caduta della domanda) ha generato un margine maggiore grazie a una ristrutturazione dei costi. Viceversa una sua riduzione può significare sia una contrazione dei margini maggiore della riduzione del fatturato, dovuta alla presenza di costi fissi, sia, nel caso di un aumento del fatturato, un aumento dei costi più che proporzionale. In questo caso si è distrutto valore.

Si può affermare che l'impresa media manifatturiera è riuscita a gestire il rischio in modo ottimale. Infatti, nel 2008 il margine delle vendite era pari a 7,68%, un valore soddisfacente se si considera che la crisi aveva già mostrato i suoi primi effetti, si è ridotto leggermente nel 2009 a 7,12% per poi risalire a 8,39%, valore massimo del triennio. Tale affermazione non può essere, però, del tutto estesa alle micro imprese in quanto il dato del 2010 è inferiore al 2008.

Il ROC (*return on capital*), o ROI-finanziario, misura quanto reddito a livello operativo è stato prodotto ogni 100 euro di capitale investito nella gestione operativa ($CIN = CCC + CIMM$). A differenza del MOL/F la realtà descritta da questo indicatore è meno rosea. Infatti, il valore del 2008, non molto elevato, pari a 6,37% crolla a 1,97% nel 2009 per poi risalire a 6,07% l'anno successivo. La crisi ha dunque colpito il settore manifatturiero nel momento in cui l'imprenditore trevigiano, in previsione di un proseguimento della crescita economica degli anni precedenti, ha continuato a investire in capacità produttiva, che si è trasformata soprattutto in costi (ammortamenti). La lieve ripresa del 2010 non ha permesso però di creare nuovo reddito sfruttando a pieno tale capacità. A differenza del MOL/F, i valori del ROC dei tre gruppi dimensionali sono fra loro molto diversi fin dal 2008. Le micro imprese sono le più colpite e mostrano una capacità di reazione molto limitata dovuta principalmente alle conseguenze di una politica degli investimenti troppo ambiziosa. Le piccole e medie-grandi imprese, invece, dopo aver incassato il colpo nel 2009, grazie ad una struttura patrimoniale più snella, sono riuscite a riorganizzarsi e recuperare la redditività perduta.

La redditività del capitale investito è determinata dall'effetto combinato di due fattori: dalla differenza fra costi e ricavi e da quante volte il capitale investito è fatto ruotare. Il primo elemento è misurato attraverso la redditività delle vendite, il cosiddetto ROS, cioè quanto

Tabella 7. Valori degli indicatori di redditività per dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
MOL/F	7,68%	7,12%	8,39%	6,37%	4,15%	5,42%
ROC	6,37%	1,97%	6,07%	2,26%	-3,37%	-0,43%
ROS	4,15%	1,46%	4,40%	2,04%	-2,88%	-0,33%
Rotazione CIN	154,00%	135,00%	138,00%	111,00%	117,00%	131,00%
ROE	1,76%	-3,22%	4,89%	-2,90%	-11,72%	-5,94%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
MOL/F	6,78%	5,68%	7,37%	8,15%	8,18%	9,15%
ROC	5,28%	2,43%	6,15%	7,27%	2,78%	7,62%
ROS	3,28%	1,50%	3,66%	4,68%	2,04%	5,27%
Rotazione CIN	161,00%	162,00%	168,00%	155,00%	136,00%	145,00%
ROE	0,04%	-3,58%	2,82%	3,09%	-1,60%	7,11%

reddito operativo è prodotto da un'impresa ogni 100 euro di ricavi; il secondo è misurato dall'indice di rotazione del capitale investito, cioè il numero di volte che il CIN è ruotato nel corso dell'esercizio per effetto dei ricavi. Tanto più elevati sono questi indicatori, tanto maggiore sarà la redditività. L'analisi congiunta di questi due rapporti indica che il recupero di redditività avvenuto nel 2010 è da imputarsi a un miglioramento dei margini delle vendite rispetto al 2008, mentre l'indice di rotazione del capitale investito è in riduzione. La reazione alla crisi è avvenuta più sul fronte economico che su quello patrimoniale, dunque su elementi non strutturali.

Concludiamo l'analisi della redditività con l'esposizione dei valori di uno degli indicatori più conosciuti: il ROE. La redditività del capitale di rischio dell'industria manifatturiera è molto bassa nel 2008, pari a 1,76%, negativa nel 2009 (-3,22%) e in netta ripresa nel 2010, 4,89%. La situazione più preoccupante è quella delle micro imprese con una redditività negativa anche nel 2010, segnale di una realtà imprenditoriale in forte difficoltà.

Il crollo della domanda ha costretto il settore manifatturiero a una manutenzione di carattere ordinario attraverso la revisione dei costi che ha permesso di arginare gli effetti della crisi all'esercizio 2009 e di chiudere l'esercizio 2010 in modo migliore rispetto al 2008. Restano però alcune questioni aperte. Prima fra tutte la reazione scomposta del

settore: la situazione descritta a livello aggregato non mostra le difficoltà vissute dalle imprese più piccole, sulle quali sono stati traslati i problemi delle più grandi. In secondo luogo le soluzioni scelte per affrontare il triennio sono di breve periodo. Infatti, è possibile fronteggiare uno shock temporaneo agendo sul conto economico, ma il permanere delle criticità richiede una manutenzione straordinaria che coinvolga tutte le variabili aziendali e tutti gli attori economici.

3. Gli effetti della crisi sui settori manifatturieri trevigiani

Nelle pagine precedenti si è ampiamente discusso dello stato di salute del settore manifatturiero nel suo complesso. La situazione descritta non può essere però estesa a tutti i settori industriali poiché ciascun comparto presenta delle peculiarità che ne determinano la capacità di reagire agli shock.

Il settore manifatturiero, individuato dalla lettera «C» nella classificazione ATECO, è composto da 24 comparti (codici da 10 a 33). Si è scelto di concentrare però l'attenzione solo sulle industrie più rappresentative della realtà trevigiana. I settori analizzati sono: l'alimentare, il tessile-abbigliamento-calzaturiero (TAC), il settore della fabbricazione di prodotti in gomma e plastica, il settore della lavorazione di prodotti di minerali non metalliferi¹ (comparto legato all'edilizia), la metallurgia, la fabbricazione di apparecchiature elettriche, il settore degli elettrodomestici, la meccanica ed infine il comparto del mobile.² Nei Grafici 12-14 è riportato il peso di ciascun settore rispetto al manifatturiero in termini di numerosità, di valore della produzione e degli attivi.

Il settore più numeroso è il metallurgico, che rappresenta il 21% dell'industria manifatturiera, ma «solo» il 15% in termini di valore della produzione. Le imprese hanno dunque dimensioni più piccole rispetto agli altri settori che presentano invece pesi simili. Fanno eccezione il settore alimentare, che raccoglie il 6% del totale imprese ma genera il

¹ Nel settore della lavorazione dei minerali non metalliferi rientra la produzione del vetro, prodotti refrattari, materiali da costruzione in terracotta, porcellana e ceramiche, produzione di cemento, calce e gesso.

² La suddivisione dimensionale fra micro, piccole e medie-grandi imprese non è sempre rispettata poiché il campione a disposizione non è rappresentativo. In particolare, il settore della fabbricazione di apparecchiature elettriche è rappresentato dalle micro e dalle piccole imprese, mentre per il settore degli elettrodomestici sono riportati solo i risultati aggregati.

Grafico 12. Peso dei settori sul totale manifatturiero per numero di imprese

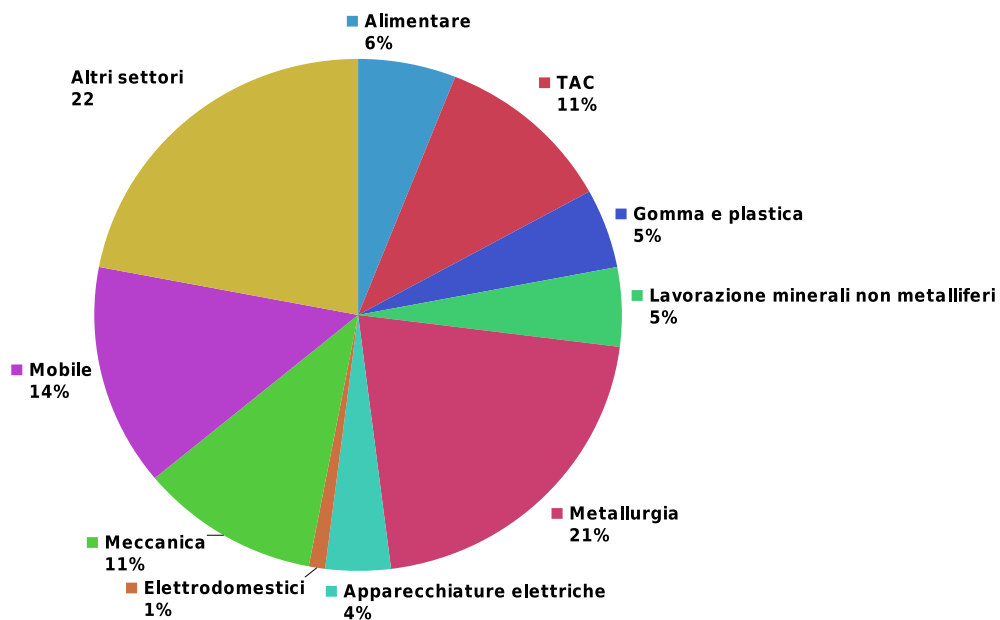


Grafico 13. Peso dei settori sul totale manifatturiero per valore della produzione

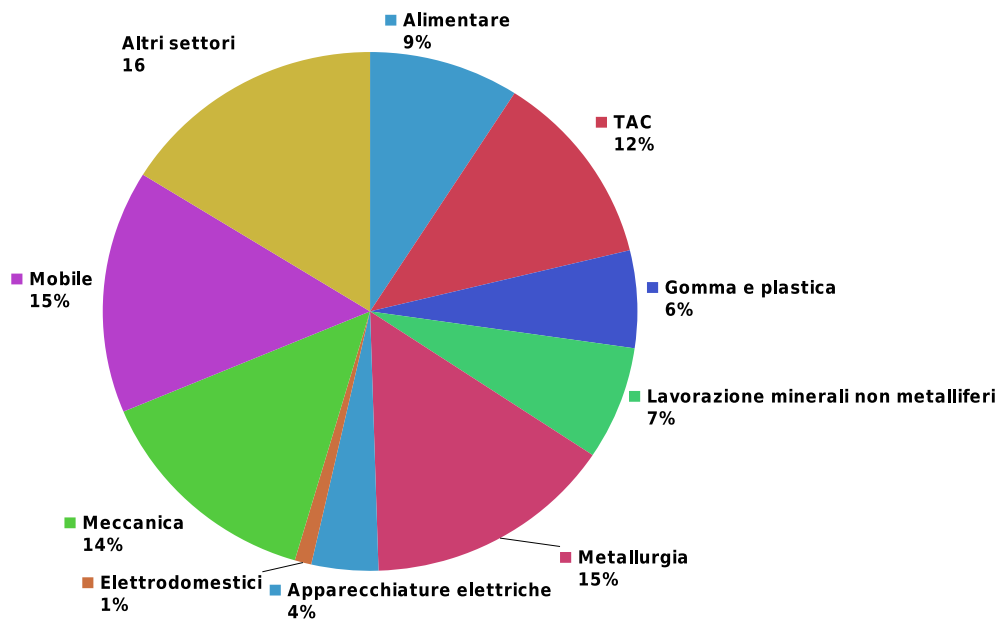
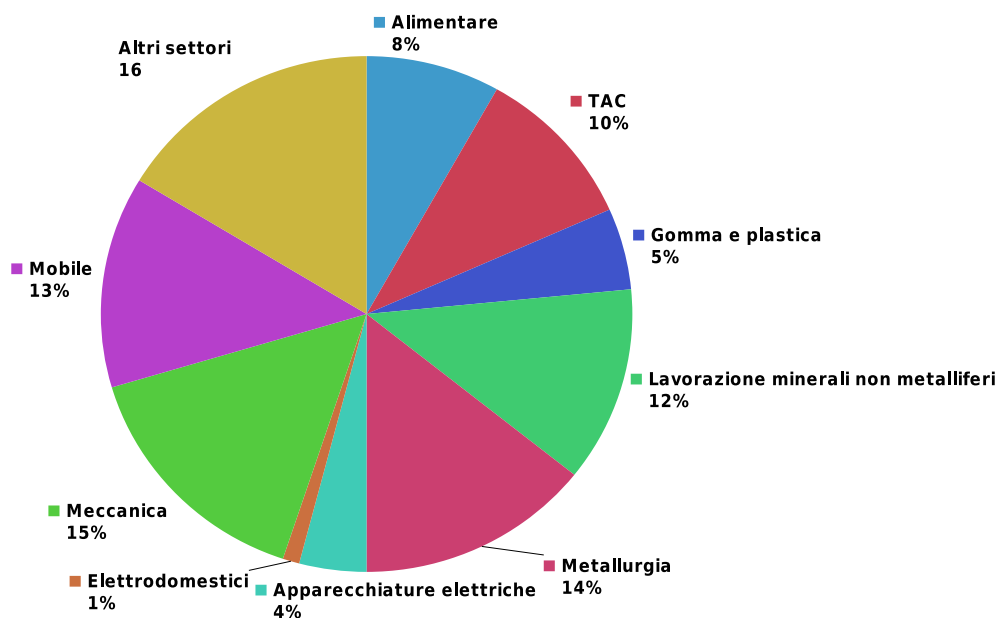


Grafico 14. Peso dei settori sul totale manifatturiero per valore degli attivi



9% del valore della produzione, e il comparto della meccanica, che pesa rispettivamente per il 10,5% e il 13,5%.

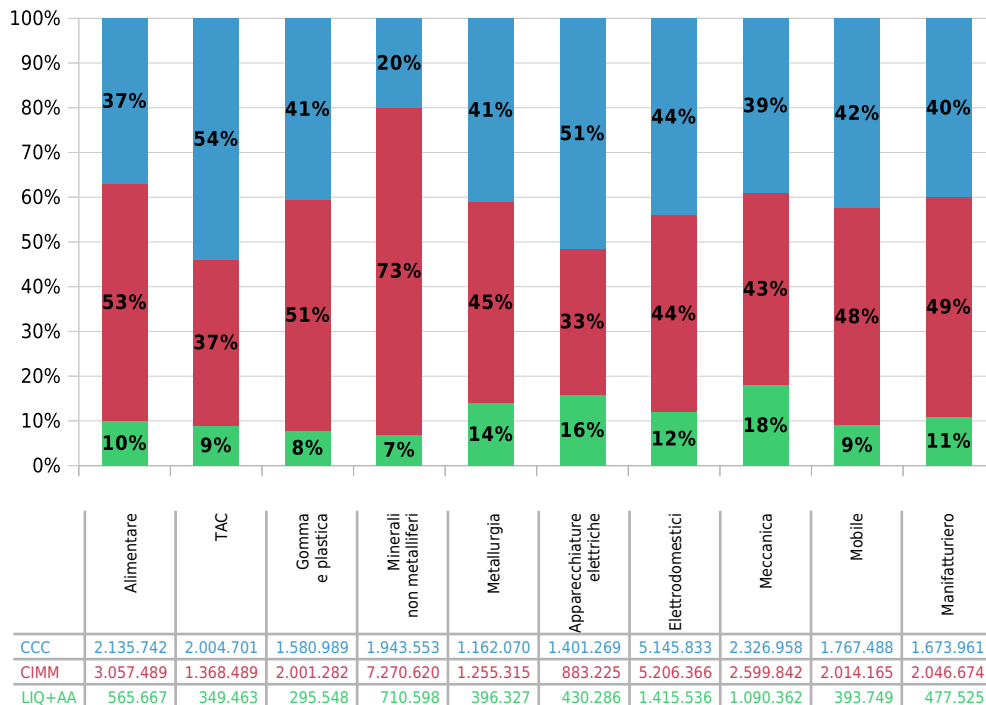
Un altro indicatore utile a capire la struttura dimensionale dei settori è il valore degli attivi. Se confrontato con il peso del fatturato si può notare che gli scostamenti sono nell'ordine di pochi punti percentuali, tranne per il settore della lavorazione dei minerali non metalliferi, i cui attivi rappresentano il 12% del totale, ma solo il 7% del valore della produzione.

3.1. Analisi della struttura patrimoniale

Il settore manifatturiero è costituito da realtà fra loro differenti. Da un lato le industrie pesanti (la metallurgia, la meccanica) e dall'altro le industrie leggere (alimentare, TAC), con caratteristiche e impatti della crisi diversi fra loro. È importante dunque entrare nel dettaglio settoriale per meglio capire quanto accaduto a livello aggregato.

Osservando il Grafico 15 si nota che per la maggior parte dei settori il circolante rappresenta circa il 40% del capitale investito totale,

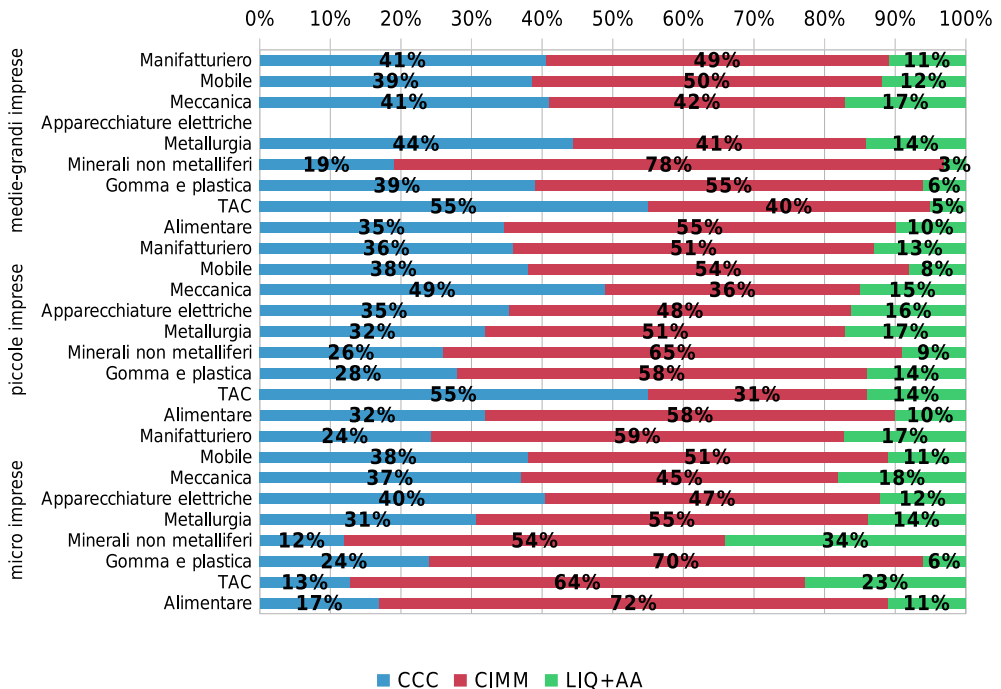
Grafico 15. Struttura degli attivi e peso in rapporto al CIT per settore (valori medi per azienda)



mentre il capitale fisso pesa per il 50%, il restante 10% è la parte di liquidità o di attività accessorie. I dati sono in linea con il settore manifatturiero. Si staccano invece dalla media:

- il settore TAC: con un valore molto elevato del circolante, pari al 54%, e un peso relativamente più piccolo del capitale immobilizzato. Il circolante è determinato da un minor peso delle passività correnti rispetto alle attività, segnale dunque di difficoltà nella riscossione dei crediti;
- il settore della fabbricazione di apparecchiature elettriche: presenta valori simili in termini di capitale di giro, ma è molto liquido, 16%; le immobilizzazioni concorrono solo per il 33%;
- il settore meccanico è anch'esso molto liquido (18%) e con un peso del CIMM sotto la media;
- il settore della lavorazione di minerali non metalliferi: a differenza di tutti gli altri ha il 73% degli attivi costituiti da beni immobilizzati

Grafico 16. Struttura degli attivi e peso in rapporto al CIT per settore e dimensione aziendale



rappresentati per la maggior parte da proprietà immobiliari (terreni e fabbricati) e mobiliari (partecipazioni finanziarie).

La struttura degli attivi a livello aggregato non è del tutto replicata nelle differenti dimensioni aziendali. Infatti, al diminuire della dimensione aziendale,³ diminuisce il peso del capitale circolante a favore del capitale investito in beni fissi e soprattutto delle disponibilità liquide. In particolar modo fra le micro imprese i settori dell'alimentare e della fabbricazione di prodotti in plastica e gomma hanno un peso del CIMM del 70% circa; il settore TAC e quello della lavorazione dei minerali non metalliferi hanno investimenti in liquidità molto elevati, pari rispettivamente al 23% e al 34%. Le piccole imprese hanno invece un peso dei

³ I valori dell'aggregato sono fortemente influenzati dai risultati delle medie-grandi imprese che, come visto in apertura, rappresentano in termini di volumi circa il 70% del campione.

Grafico 17. Struttura dei passivi e peso in rapporto al CIT per settore (valori medi per azienda)

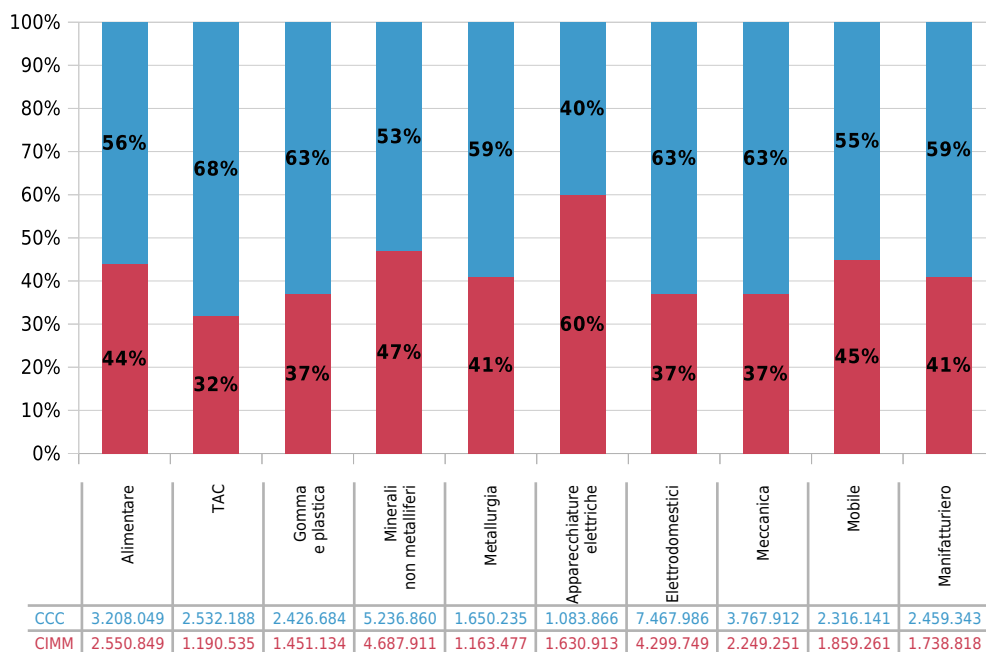


Grafico 18. Rapporto d'indebitamento per settore

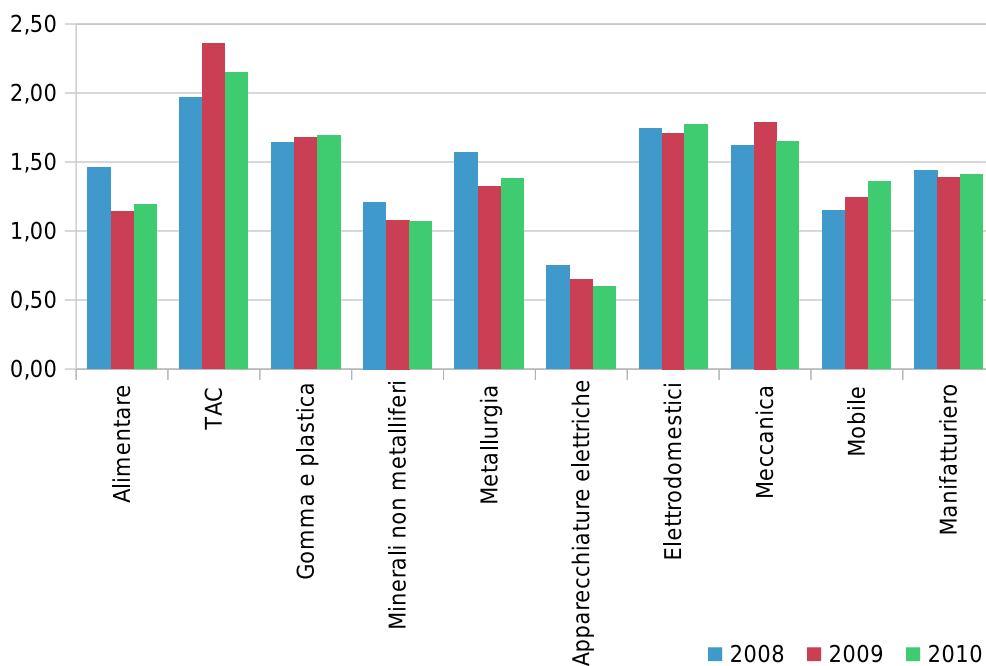


Grafico 19. Struttura dei passivi e peso in rapporto al CIT per settore e dimensione aziendale

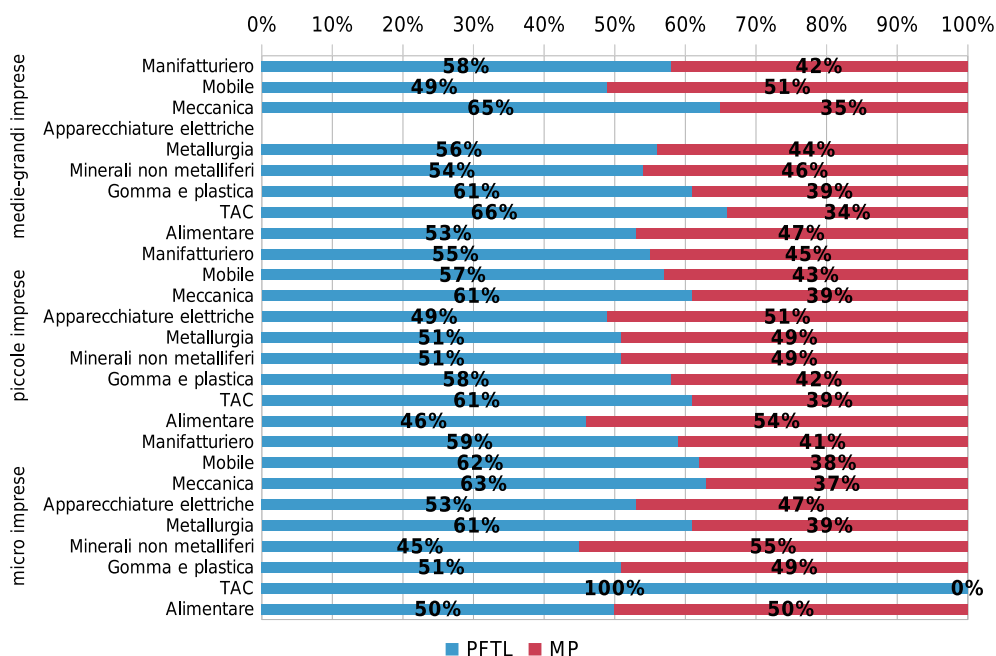
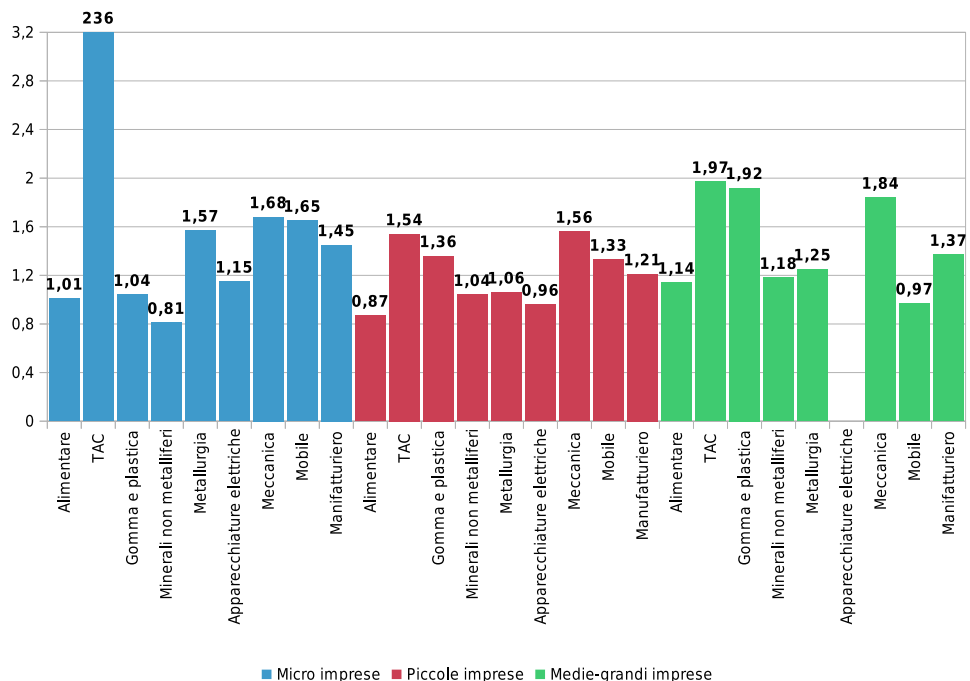


Grafico 20. Rapporto d'indebitamento per settore e dimensione aziendale



beni immobilizzati simile all'aggregato; il minor peso del capitale di giro è controbilanciato dalla liquidità.

Dal lato dei passivi ogni settore presenta un suo rapporto fra capitale di debito e capitale di rischio. Da evidenziare:

- il settore TAC: la PFTL rappresenta il 68% del CIT. Il settore è maggiormente esposto nei confronti delle banche per la necessità di coprire le esigenze del circolante. Inoltre il patrimonio netto è progressivamente diminuito a causa della capitalizzazione delle perdite d'esercizio;
- l'industria delle fabbricazione di apparecchiature elettriche: la PFTL pesa solo per il 40%. Il settore è quindi sano e patrimonializzato.

Il rapporto d'indebitamento conferma quanto appena descritto: presenta, infatti, livelli non molto alti (generalmente al di sotto di 2) stabili o in riduzione nel 2009/2010.

Analizzando la struttura dei passivi per le diverse realtà dimensionali, non è possibile trovare una «composizione tipica» legata a un settore piuttosto che alla dimensione del fatturato. Ciò che maggiormente colpisce è la delicata situazione delle micro imprese del settore tessile-abbigliamento-calzaturiero che sono completamente indebitate. La crisi economica ha aggravato una situazione già difficile, infatti queste aziende erano già sottocapitalizzate prima del 2008: il patrimonio, preesistente, non è stato sufficiente a coprire le perdite subite nel triennio.

3.2. Analisi delle dinamiche reddituali

La crisi ha colpito in modo simile tutti i settori determinando una flessione dei ricavi nel 2009 e un recupero parziale nel 2010. Con alcune eccezioni. Il settore della gomma e plastica non ha risentito della flessione della domanda e ha aumentato il fatturato nel 2010, mentre il settore delle apparecchiature elettriche e quello del mobile hanno visto ridursi progressivamente i ricavi delle vendite. Il calo della domanda ha colpito in misura maggiore il settore TAC, il mobile e la meccanica.

Il reddito operativo ha seguito in linea di massima l'andamento dei ricavi, segnale di una struttura dei costi molto simile e poco flessibile. Da rilevare le seguenti eccezioni:

Grafico 21. Dinamica dei ricavi di vendita per settore 2008=100

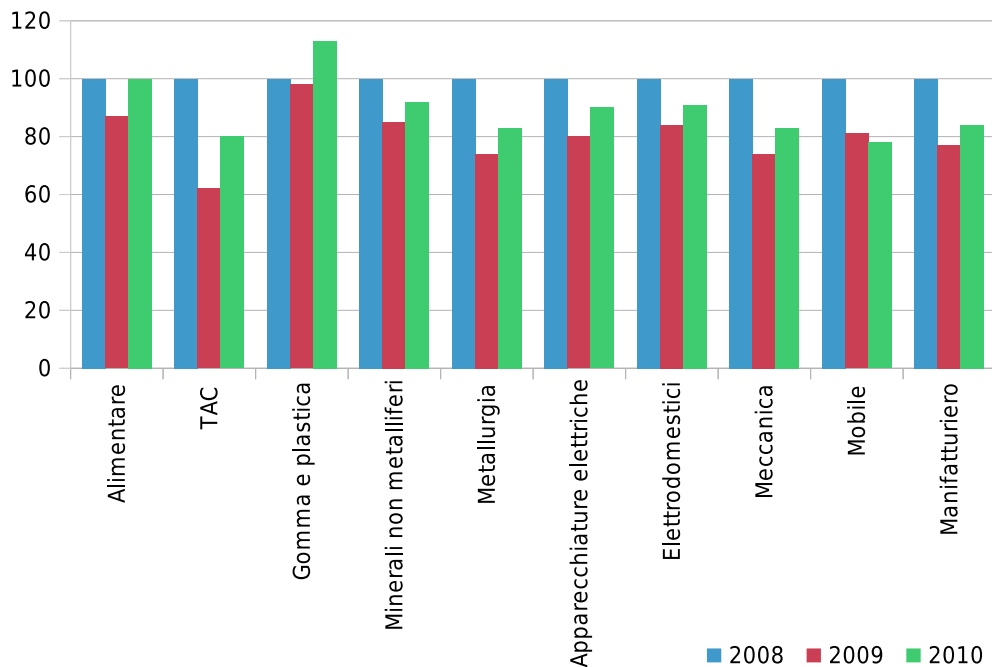
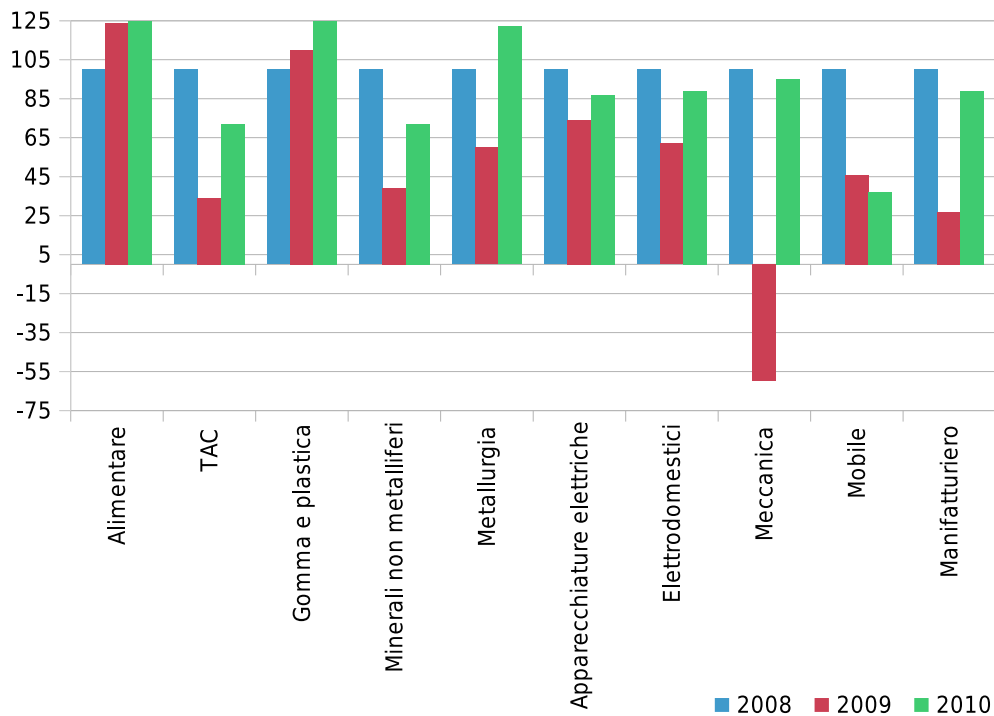


Grafico 22. Dinamica del reddito operativo per settore 2008=100



- settore della meccanica: reddito operativo negativo (unico caso) nel 2009. Forte recupero nel 2010. Le ragioni sono da ricercarsi nella presenza di una società che ha apportato una forte svalutazione al valore delle immobilizzazioni tale da influenzare l'intero campione;
- settore alimentare: il reddito operativo è in costante crescita nel triennio 2008-2010. Ciò dimostra una maggiore flessibilità nella gestione dei costi, in particolar modo una riduzione più che proporzionale dei costi di acquisto delle materie prime e una riduzione dei costi per il personale e per gli ammortamenti;
- settore metallurgico: chiude il 2010 con un reddito operativo in forte recupero e superiore ai valori del 2008 dovuto essenzialmente alla variazione delle rimanenze. Se si analizza la variazione dei ricavi e dei costi senza considerare le variazioni di magazzino, il MOL e il reddito operativo aumentano di circa 12.000 euro rispetto all'anno precedente.

Sotto il profilo dei costi segnaliamo l'aumento del costo del lavoro nei settori caratterizzati da una maggiore crescita dei ricavi. Negli altri casi il costo è invece diminuito. Per quanto riguarda invece il costo degli ammortamenti, i costi non hanno subito forti variazioni nel triennio tranne che per il settore TAC che, dopo una forte riduzione nel 2009, ha toccato nuovamente i livelli del 2010, e per il settore delle apparecchiature elettriche, che ha ridotto progressivamente tale voce di costo. Questo spiega l'andamento positivo del margine operativo netto.

Analizzando la dinamica del reddito operativo fra le diverse realtà aziendali, si può affermare in linea generale quanto già detto per il settore manifatturiero: le micro imprese, anche nei comparti meno colpiti dalla crisi, hanno registrato performance inferiori rispetto alle imprese di dimensioni più grandi. Esempio di ciò è il settore alimentare: la crescita costante del reddito operativo è guidata dalle piccole (+64% nel 2009) e dalle medie-grandi imprese (+31%); le micro vedono invece ridursi i margini operativi netti del 90%. Si differenzia il settore della gomma e della plastica: la crescita degli utili più elevata è registrata dalle imprese di dimensioni minori.

Non è possibile individuare un trend prevalente degli utili netti:

- il settore TAC chiude in perdita in tutti e tre gli anni di analisi, mentre il settore del mobile chiude in sostanziale pareggio nel 2008 e in lieve perdita nel 2009 e 2010;

Tabella 8. Dinamica del reddito operativo per settore e dimensione aziendale 2008=100

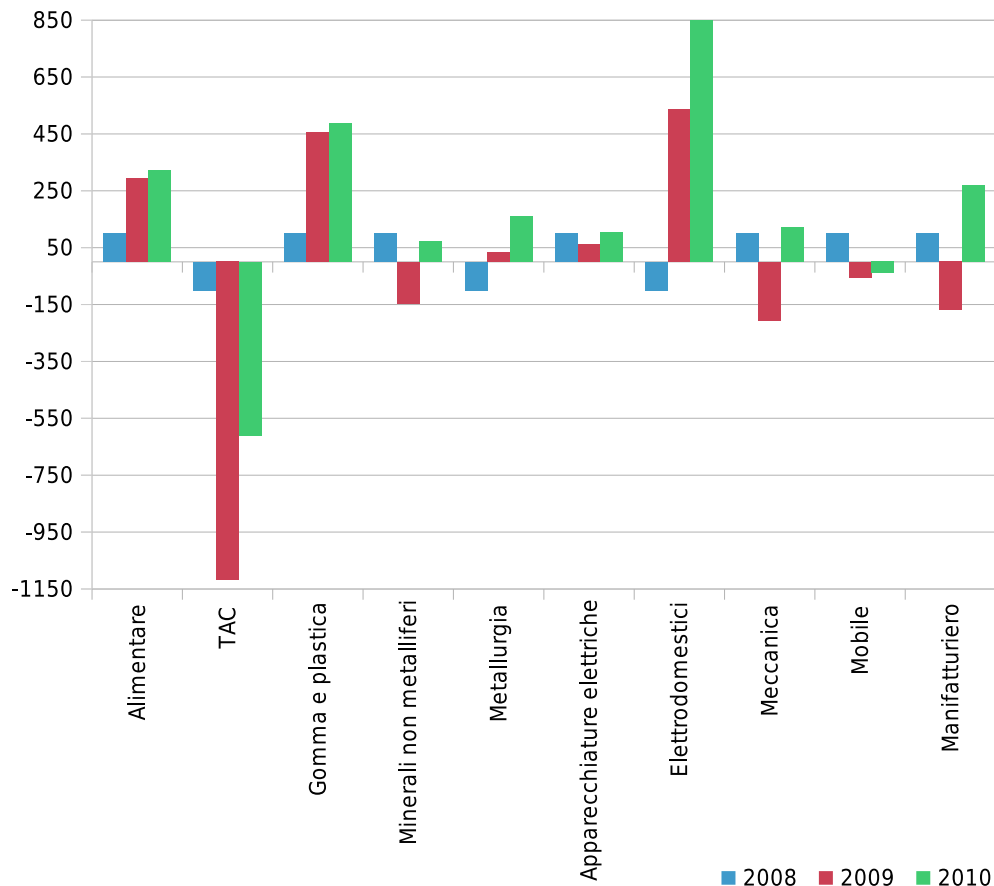
	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	100	124	134	100	11	94
TAC	100	34	72	100	-241	-312
Gomma e plastica	100	110	138	100	187	230
Minerali non metalliferi	100	39	72	-100	22	-26
Metallurgia	100	60	122	100	2	106
Apparecchiature elettriche	100	74	87	-100	-489	-434
Elettrodomestici	100	62	89			
Meccanica	100	-60	95	100	18	39
Mobile	100	46	37	-100	-199	-84
Manifatturiero	100	27	89	100	-134	-15

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	100	164	154	100	131	118
TAC	100	64	149	100	75	127
Gomma e plastica	100	49	125	100	153	103
Minerali non metalliferi	-100	-108	29	100	42	64
Metallurgia	100	46	91	100	74	120
Apparecchiature elettriche	100	22	66			
Elettrodomestici						
Meccanica	100	89	118	100	-96	111
Mobile	100	-38	49	100	64	71
Manifatturiero	100	44	105	100	40	108

Il valore nel 2008 pari a -100 indica un reddito negativo

- il settore alimentare e il settore della gomma e della plastica presentano utili più bassi nel 2008, ma nel 2009 hanno un forte incremento che prosegue anche nel 2010;
- il settore dei minerali non metalliferi chiude in negativo solo il 2009;
- il settore metallurgico e il settore degli elettrodomestici chiudono in negativo il 2008 (il primo a causa della contabilizzazione di oneri straordinari molto elevati), mentre il 2010 è caratterizzato da un forte incremento degli utili;
- il settore delle apparecchiature elettriche registra una forte tenuta

Grafico 23. Dinamica degli utili netti per settore 2008=100



degli utili e nel 2009 registra solo una caduta, rimanendo però positivo.

Le micro imprese registrano già nel 2008 perdite in quasi tutti i settori, con esclusione della meccanica. Il 2009 si chiude in positivo solo per il settore della gomma e della plastica che vede però una flessione degli utili l'anno successivo. Le piccole aziende in difficoltà fin dal 2008 appartengono al settore TAC, della lavorazione dei minerali non metalliferi e del mobile. L'anno successivo la crisi erode gli utili di tutti i settori, tranne il settore alimentare che registra un utile pari a 20 volte quello

Tabella 9. Dinamica dell'utile netto per settore e dimensione aziendale 2008=100

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	100	292	322	-100	-219	-54
TAC	-100	-1.118	-611	-100	-399	-299
Gomma e plastica	100	454	488	-100	154	44
Minerali non metalliferi	100	-145	74	-100	-37	-95
Metallurgia	-100	33	160	-100	-5.009	1.618
Apparecchiature elettriche	100	63	103	-100	-131	-121
Elettrodomestici	-100	536	851			
Meccanica	100	-206	123	100	-206	-142
Mobile	100	-55	-39	-100	-119	-56
Manifatturiero	100	-169	270	-100	-386	-167

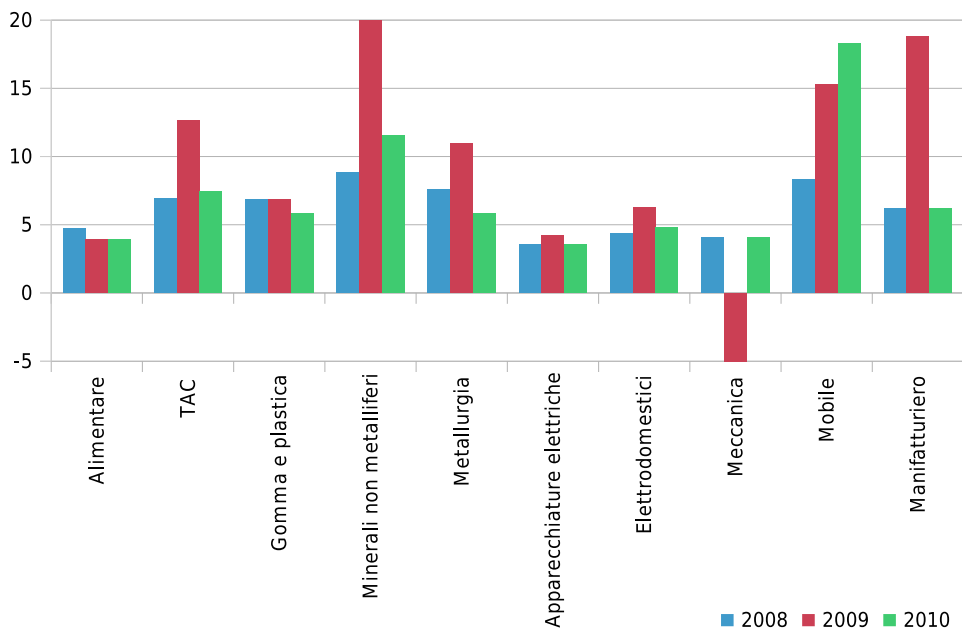
	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	100	2.126	1.453	100	215	238
TAC	-100	-14	167	100	-1.114	-577
Gomma e plastica	100	-1.053	3.031	100	269	166
Minerali non metalliferi	-100	-385	-160	100	-25	99
Metallurgia	100	15	139	100	113	213
Apparecchiature elettriche	100	-86	70			
Elettrodomestici						
Meccanica	100	-220	667	100	-243	137
Mobile	-100	-253	-183	100	64	83
Manifatturiero	100	-8.811	6.816	100	-58	265

Il valore nel 2008 pari a -100 indica un reddito negativo

dell'anno precedente. Anche le medie-grandi aziende operanti in questi settori chiudono in negativo il 2009. Da sottolineare le grosse perdite del settore tessile-abbigliamento-calzature.

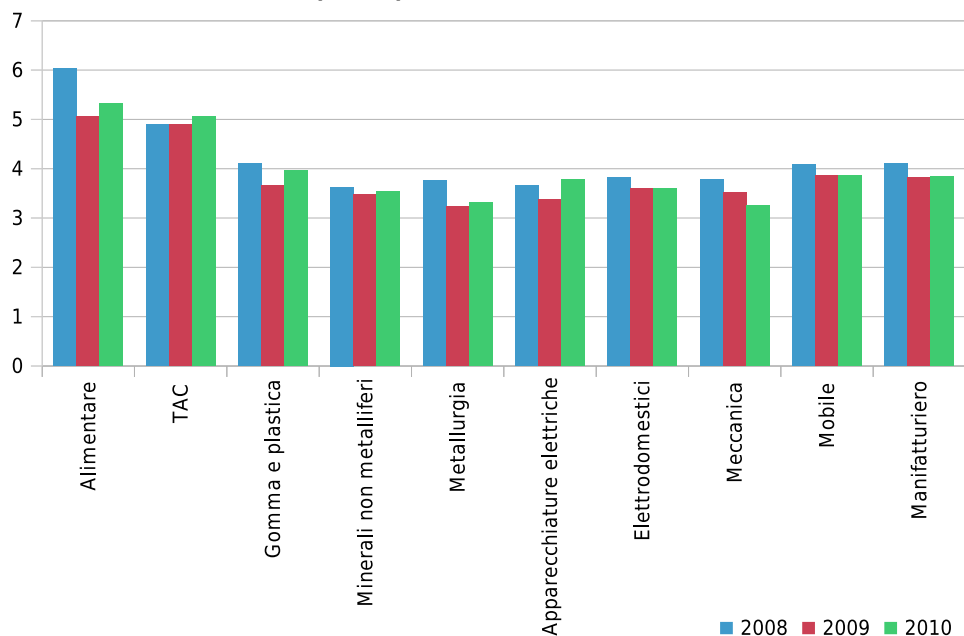
3.3. Analisi del rapporto rendimento-rischio

Il rischio di quantità è aumentato in modo netto nel 2009 per poi rientrare nel 2010 per tutti i settori. Unica eccezione il mobile, che ha incrementato il rischio anche nel 2010. Per quanto riguarda il livello di

Grafico 24. Grado di leva operativa per settore**Tabella 10. Valori del grado di leva operativa per settore e dimensione aziendale**

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	4,71	3,89	3,95	12,47	98,81	12,2
TAC	6,96	12,63	7,44	22,52	-8,72	-6,3
Gomma e Plastica	6,88	6,88	5,84	16,01	9,57	6,93
Minerali non metalliferi	8,81	20,02	11,53	-9,12	42,53	-39,48
Metallurgia	7,61	10,96	5,84	11,51	516,81	11,66
Apparecchiature elettriche	3,58	4,23	3,56	-67,69	-14,57	-14,75
Elettrodomestici	4,38	6,3	4,77			
Meccanica	4,03	-5,3	4,06	7,45	40,17	17,59
Mobile	8,29	15,26	18,3	-18,92	-8,78	-22,01
Manifatturiero	6,17	18,78	6,2	17,11	-12,47	-109,09

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	6,92	4,76	4,89	3,88	3,34	3,61
TAC	8,46	12,28	5,63	5,76	6,92	4,76
Gomma e Plastica	9,27	19,68	7,24	5,41	3,87	5,63
Minerali non metalliferi	-26,44	-27,4	91,54	6,09	13,29	8,93
Metallurgia	6,22	13,99	7,16	5,5	6,79	4,52
Apparecchiature elettriche	5,59	24,18	6,73			
Elettrodomestici						
Meccanica	9,09	11,33	8,07	3,18	-2,74	3,29
Mobile	21,1	-56,17	44,43	5,48	8,04	7,55
Manifatturiero	8,94	20,36	8,52	4,99	12,17	4,7

Gráfico 25. Grado di leva di prezzo per settore**Tabella 11. Valori del grado di leva di prezzo per settore e dimensione aziendale**

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	6,04	5,05	5,33	4,16	4,29	4,08
TAC	4,89	4,9	5,05	2,95	3,05	3,23
Gomma e Plastica	4,1	3,65	3,97	3,14	2,96	3,14
Minerali non metalliferi	3,63	3,47	3,54	3,68	3,39	3,36
Metallurgia	3,76	3,23	3,31	2,58	2,47	2,51
Apparecchiature elettriche	3,66	3,37	3,78	3,35	2,92	3,24
Elettrodomestici	3,82	3,6	3,6			
Meccanica	3,78	3,51	3,26	3,03	2,9	3
Mobile	4,08	3,86	3,87	3,2	3,11	3,06
Manifatturiero	4,11	3,82	3,85	2,98	2,89	2,93

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	4,96	4,34	4,4	6	5,34	5,81
TAC	3,89	4,3	4,03	5,84	5,55	5,8
Gomma e Plastica	3,82	3,46	3,42	4,33	3,75	4,52
Minerali non metalliferi	3,57	3,24	2,98	3,7	3,51	3,52
Metallurgia	3,12	2,89	2,87	4,47	3,79	3,98
Apparecchiature elettriche	3,1	3,2	3,37			
Elettrodomestici						
Meccanica	3,59	3,15	3,12	3,99	3,73	3,46
Mobile	3,61	3,51	3,54	4,38	4,08	4,24
Manifatturiero	3,56	3,41	3,35	4,52	4,24	4,25

Grafico 26. Intensità di capitale fisso per settore

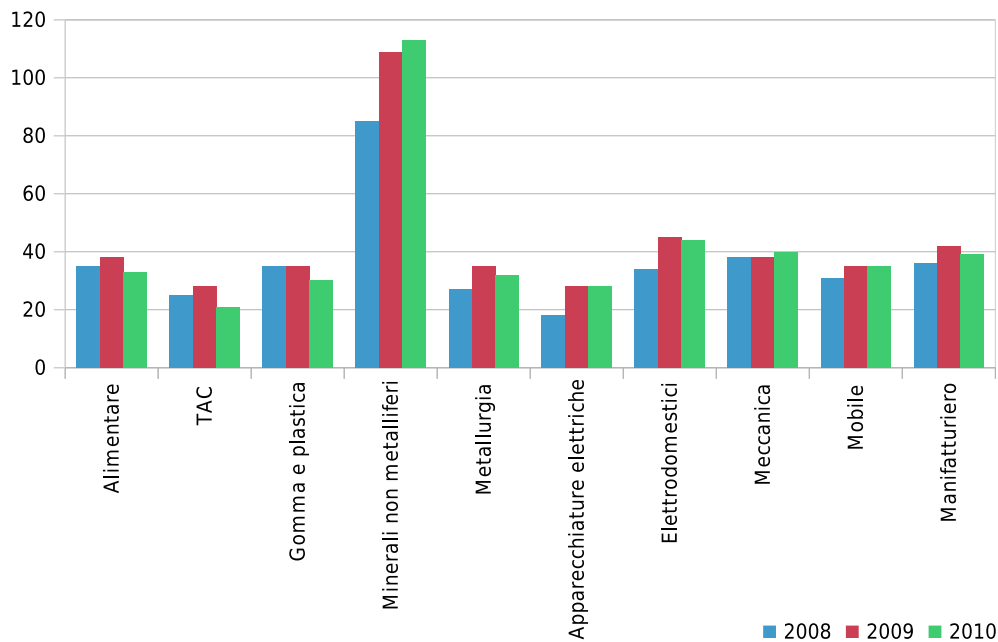


Grafico 27. Intensità relativa per settore

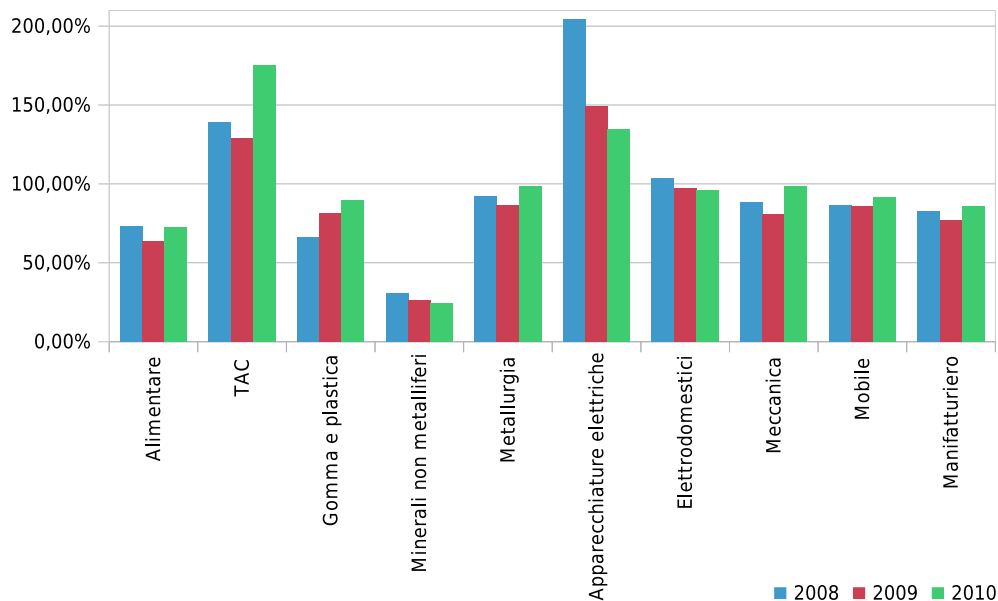


Tabella 12. Valori d'intensità del circolante per settore e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	27,47%	22,27%	22,72%	33,14%	17,29%	0,79%
TAC	33,82%	35,73%	34,53%	20,68%	9,88%	-4,63%
Gomma e Plastica	24,31%	23,58%	22,94%	27,75%	26,77%	30,09%
Minerali non metalliferi	27,30%	31,18%	31,19%	25,41%	37,76%	26,45%
Metallurgia	30,55%	33,09%	31,58%	27,72%	29,37%	24,67%
Apparecchiature elettriche	26,83%	27,92%	18,67%	34,22%	46,19%	35,82%
Elettrodomestici	36,27%	42,17%	40,87%			
Meccanica	41,25%	55,66%	59,83%	38,62%	32,78%	27,56%
Mobile	27,52%	30,86%	29,08%	39,52%	34,80%	31,54%
Manifatturiero	29,81%	29,28%	28,06%	30,26%	27,18%	16,44%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	21,88%	18,76%	22,93%	28,59%	23,57%	23,57%
TAC	27,80%	34,69%	34,98%	36,51%	40,10%	38,37%
Gomma e Plastica	19,20%	14,95%	9,50%	26,36%	26,81%	26,44%
Minerali non metalliferi	34,33%	25,78%	28,54%	26,01%	31,99%	31,88%
Metallurgia	23,34%	18,20%	19,05%	34,40%	43,65%	40,52%
Apparecchiature elettriche	24,38%	20,49%	11,91%			
Elettrodomestici						
Meccanica	39,36%	37,63%	33,34%	41,78%	63,21%	68,61%
Mobile	31,57%	29,77%	27,84%	25,58%	30,96%	29,34%
Manifatturiero	28,84%	23,61%	23,04%	30,13%	32,11%	31,51%

rischio i settori più esposti (prendendo come riferimento il 2008) sono: il settore del tessile-abbigliamento-calzature, il settore della gomma e della plastica, il comparto della lavorazione di minerali non metalliferi, il settore metallurgico e il settore del mobile. Per le micro e alcune delle piccole imprese il rischio di quantità si è trasformato ormai in danno. Il *rischio di prezzo* colpisce in modo simile i settori e presenta valori non preoccupanti ad eccezione del settore alimentare e del TAC che invece hanno un grado di leva di prezzo più elevato. Il dato di quest'ultimo è allarmante se letto insieme a quello della leva operativa poiché i due indicatori dovrebbero muoversi in modo opposto, data la relazione inversa che lega prezzi e quantità, mentre in questo caso sono entrambi elevati e in crescita.

Per quanto riguarda il rischio legato al *circolante*, l'indicatore è inferiore al 35% per quasi tutti i settori e l'andamento nel triennio non

Tabella 13. Valori d'intensità del capitale fisso per settore e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	35,01%	38,12%	33,40%	58,19%	93,06%	77,04%
TAC	25,00%	28,17%	20,95%	45,62%	47,85%	43,00%
Gomma e plastica	34,75%	35,46%	30,39%	102,79%	86,43%	58,93%
Minerali non metalliferi	85,02%	108,53%	112,61%	78,76%	90,77%	235,36%
Metallurgia	27,44%	35,04%	32,29%	55,48%	48,02%	45,45%
Apparecchiature elettriche	17,72%	27,53%	27,68%	50,89%	39,26%	44,88%
Elettrodomestici	33,74%	44,69%	44,29%			
Meccanica	38,21%	38,37%	40,47%	42,25%	38,86%	41,95%
Mobile	30,76%	35,33%	35,17%	50,33%	50,03%	41,37%
Manifatturiero	35,65%	41,89%	39,04%	60,00%	58,39%	60,01%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	37,83%	41,94%	36,90%	32,17%	32,66%	30,39%
TAC	20,97%	18,23%	16,20%	28,30%	29,67%	20,03%
Gomma e plastica	27,46%	30,01%	33,04%	32,70%	35,72%	30,14%
Minerali non metalliferi	68,74%	80,26%	78,50%	90,55%	118,13%	114,18%
Metallurgia	27,22%	34,92%	34,19%	23,51%	31,15%	29,25%
Apparecchiature elettriche	20,86%	28,54%	30,62%			
Elettrodomestici						
Meccanica	30,55%	25,12%	25,37%	41,12%	40,33%	41,74%
Mobile	40,77%	44,57%	41,90%	25,75%	30,22%	29,32%
Manifatturiero	33,38%	38,20%	36,39%	34,25%	41,27%	37,57%

presenta situazioni allarmanti. L'intensità di *capitale fisso* è invece molto elevata e in forte crescita per il settore della lavorazione dei minerali non metalliferi. Ciò indica una capacità produttiva decisamente al di sopra delle potenzialità di fatturato soprattutto se confrontata con il valore dei settori più duramente colpiti dalla crisi che, nonostante un calo dei ricavi di vendita, sono riusciti a mantenere il livello di questo indice a valori di equilibrio, gestendo in modo adeguato il rischio. Analizzando invece l'intensità relativa spicca nuovamente la situazione del settore del tessile-abbigliamento-calzature con un'intensità relativa elevata e in forte aumento nel 2010 per le dinamiche legate al circolante discusse sopra. Il valore decisamente basso del settore della lavorazione dei minerali non metalliferi conferma che solo una piccola parte del capitale fisso è utilizzato per la produzione. Infatti, se le immobilizzazioni fossero prevalentemente di natura strumentale, ci si dovrebbe aspet-

Tabella 14. Valori d'intensità relativa per settore e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	78,46%	58,42%	68,03%	56,96%	18,58%	1,02%
TAC	135,29%	126,83%	164,82%	45,33%	20,65%	-10,77%
Gomma e Plastica	69,96%	66,51%	75,46%	27,00%	30,98%	51,06%
Minerali non metalliferi	32,11%	28,73%	27,70%	32,26%	41,60%	11,24%
Metallurgia	111,32%	94,44%	97,80%	49,95%	61,16%	54,28%
Apparecchiature elettriche	151,46%	101,42%	67,47%	67,24%	117,65%	79,82%
Elettrodomestici	107,49%	94,37%	92,28%			
Meccanica	107,95%	145,08%	147,83%	91,41%	84,35%	65,70%
Mobile	89,48%	87,35%	82,69%	78,51%	69,55%	76,23%
Manifatturiero	83,60%	69,90%	71,89%	50,43%	46,55%	27,40%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	57,83%	44,73%	62,15%	88,89%	72,17%	77,57%
TAC	132,55%	190,35%	215,86%	129,04%	135,14%	191,59%
Gomma e Plastica	69,93%	49,83%	28,76%	80,59%	75,07%	87,73%
Minerali non metalliferi	49,94%	32,13%	36,35%	28,72%	27,08%	27,92%
Metallurgia	85,74%	52,12%	55,73%	146,35%	140,14%	138,54%
Apparecchiature elettriche	116,85%	71,78%	38,88%			
Elettrodomestici						
Meccanica	128,85%	149,77%	131,42%	101,61%	156,73%	164,37%
Mobile	77,43%	66,80%	66,46%	99,37%	102,44%	100,07%
Manifatturiero	86,41%	61,81%	63,32%	87,95%	77,81%	83,88%

tare maggiori investimenti in capitale di giro e di conseguenza un'intensità relativa al di sopra del 50%.

Entrando nel dettaglio, non vi sono grandi differenze nell'intensità di circolante ad eccezione delle grandi imprese del settore della meccanica che hanno valori crescenti attorno al 65%. Molto più differenziata l'esposizione al rischio legato al capitale fisso. Infatti, le micro imprese presentano valori nettamente più elevati rispetto alle altre società in tutti i settori. Il maggior peso di questa voce degli attivi, già emerso nell'analisi patrimoniale, non è giustificato da un maggior fatturato. L'effetto congiunto di questi due indicatori è che le micro imprese registrano valori più bassi d'intensità relativa, mentre le grandi aziende hanno quozienti molto elevati, mediamente attorno al 100%.

Il *rischio tecnologico* presenta differenze da settore a settore. La politica degli investimenti è quindi strettamente legata al tipo di attività.

- i settori dell'alimentare, della gomma e della plastica, metallurgico, degli elettrodomestici e del mobile hanno una vita residua delle immobilizzazioni che oscilla fra gli 8 e i 10 anni ed è abbastanza stabile;
- il settore TAC ha ridotto drasticamente da 10 a 6 anni la vita residua dei beni immobili fra il 2009 e il 2010;
- il settore che lavora i minerali non metalliferi invece presenta valori più elevati, 13-14 anni, derivanti dalla presenza di molti fabbricati e terreni;
- il settore che produce apparecchiature elettriche ha invece aumentato progressivamente il rischio tecnologico in seguito all'aumento del capitale fisso;
- il dato riguardante il settore della meccanica è viziato invece dalla svalutazione anomala più volte citata in queste pagine.

Le micro imprese hanno generalmente una vita residua più elevata rispetto alle altre aziende in tutti i settori. Ciò conferma che negli anni passati hanno investito più delle altre e si trovano ora a dover gestire la capacità in eccesso. Preoccupante il dato del settore della lavorazione dei minerali non metalliferi, pari a 20 anni nel 2009 e a 43 anni nel 2010.

L'analisi della redditività dei margini delle vendite, descritta dal rapporto MOL/F, è un punto di partenza per capire come i settori hanno reagito alle variazioni della domanda, rimodulando la struttura dei costi. È interessante dunque soffermarsi sui settori il cui andamento della redditività è in controtendenza rispetto all'andamento dei ricavi.

- Il settore alimentare si contraddistingue per il balzo della redditività nel 2009, da 7,43% a 9,32%, nonostante una contrazione dei ricavi del 13%, grazie alla maggiore contrazione dei costi di acquisto e dei costi per il personale;
- il comparto della lavorazione dei minerali non metalliferi presenta una redditività delle vendite fra le più elevate, nonostante le criticità emerse nel corso dell'analisi. Il trend di crescita è frutto di una razionalizzazione dei costi di natura variabile. Il tallone di Achille di questo settore rimane dunque la gestione degli investimenti;
- la metallurgia mantiene costante il rapporto MOL/F nel 2009, facendo però un balzo netto l'anno successivo a fronte di un timido aumento

Grafico 28. Valori della vita residua in anni per settore

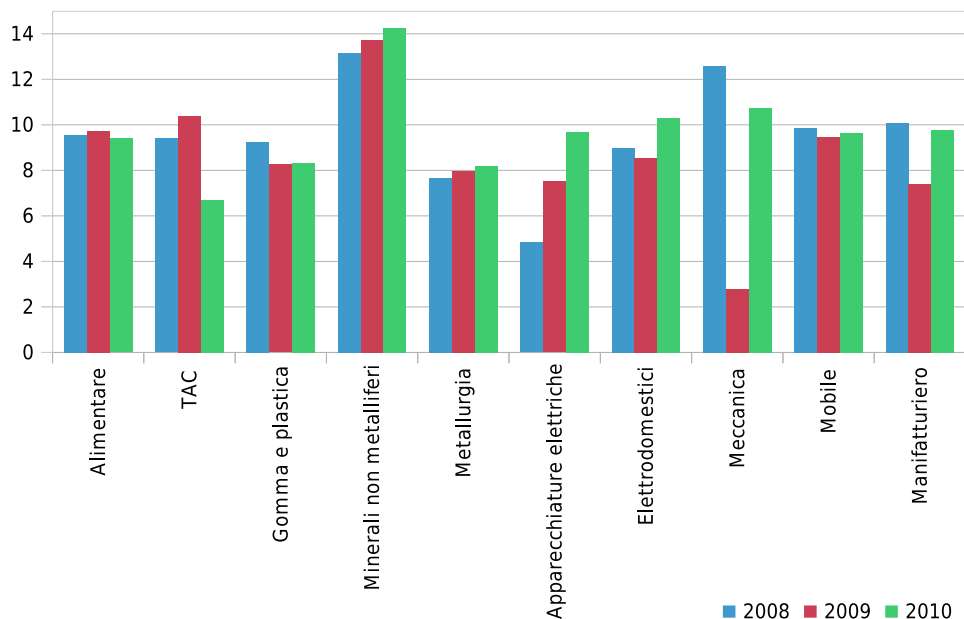


Tabella 15. Valori della vita residua in anni per settore e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	10	10	9	11	17	16
TAC	9	10	7	13	13	8
Gomma e plastica	9	8	8	18	18	15
Minerali non metalliferi	13	14	14	14	20	43
Metallurgia	8	8	8	13	9	10
Apparecchiature elettriche	5	8	10	12	6	8
Elettrodomestici	9	9	10			
Meccanica	13	3	11	13	10	10
Mobile	10	9	10	12	11	10
Manifatturiero	10	7	10	14	8	10

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	9	10	10	8	9	9
TAC	8	7	7	10	11	8
Gomma e plastica	8	7	10	9	8	8
Minerali non metalliferi	12	11	11	14	13	14
Metallurgia	7	8	8	7	7	7
Apparecchiature elettriche	7	7	9			
Elettrodomestici						
Meccanica	11	7	8	13	2	10
Mobile	12	10	11	9	8	9
Manifatturiero	10	9	10	10	7	10

dei ricavi, grazie ad un'attenta gestione del magazzino. Considerazioni analoghe possono essere fatte per il settore della meccanica.

Le micro imprese hanno margini delle vendite più bassi e in diminuzione nel 2009 per poi risalire nel 2010, fermandosi però a livelli inferiori al 2008. Si discostano da questo trend: le piccolissime aziende che operano nel settore della gomma e della plastica, che hanno visto aumentare progressivamente la redditività, che è in linea con le imprese più grandi; le società che trasformano i minerali non metalliferi raddoppiano il margine delle vendite nel 2009 (da 2,5% a 5,25%) con una contrazione al 4,7% nel 2010. Le grandi imprese hanno invece una redditività costante attorno all'11%.

Il ROC oscilla attorno al 5% e presenta la stessa dinamica del reddito operativo, segnale che la gestione del capitale investito netto è coerente con l'andamento dei margini. Fa eccezione il settore delle apparecchiature elettriche, che nel 2008 ha registrato una redditività elevata e vicina al 15%, nel 2009 la redditività si è ridotta appena sotto il 9% e nel 2010 è aumentata. La redditività del capitale investito molto bassa del settore della lavorazione dei minerali non metalliferi è conseguenza degli elevati investimenti in capitale fisso improduttivi. L'andamento della redditività del capitale investito per i tre sottocampioni conferma quanto emerso nel corso della trattazione.

Concludiamo l'analisi della redditività con il ROE. Questo indicatore mette in luce i differenti livelli di capitalizzazione dei settori. Infatti:

- il settore della gomma e della plastica ha generato utili inferiori al settore alimentare, ma ha una redditività superiore e in netta crescita nel 2009 e nel 2010. Tale performance è dovuta a un effetto leva: il rapporto d'indebitamento è più alto;
- discorso simile fra settore delle apparecchiature elettriche e alimentare, ma conclusioni diverse. Il settore delle apparecchiature elettriche ha un rapporto d'indebitamento molto basso;
- il settore del TAC invece è decisamente sotto patrimonializzato. Infatti, il ROE nel 2009 e quello nel 2010 sono nettamente negativi. Le perdite realizzate non sono state coperte con apporto di nuovo capitale di rischio;
- il settore degli elettrodomestici, nonostante un 2008 negativo, ha recuperato redditività nel biennio successivo.

I dati sul ROE non sono confortanti soprattutto per i micro e i piccoli imprenditori per i quali i maggiori rischi assunti si sono tradotti in una

Grafico 29. Valori del MOL/F per settore

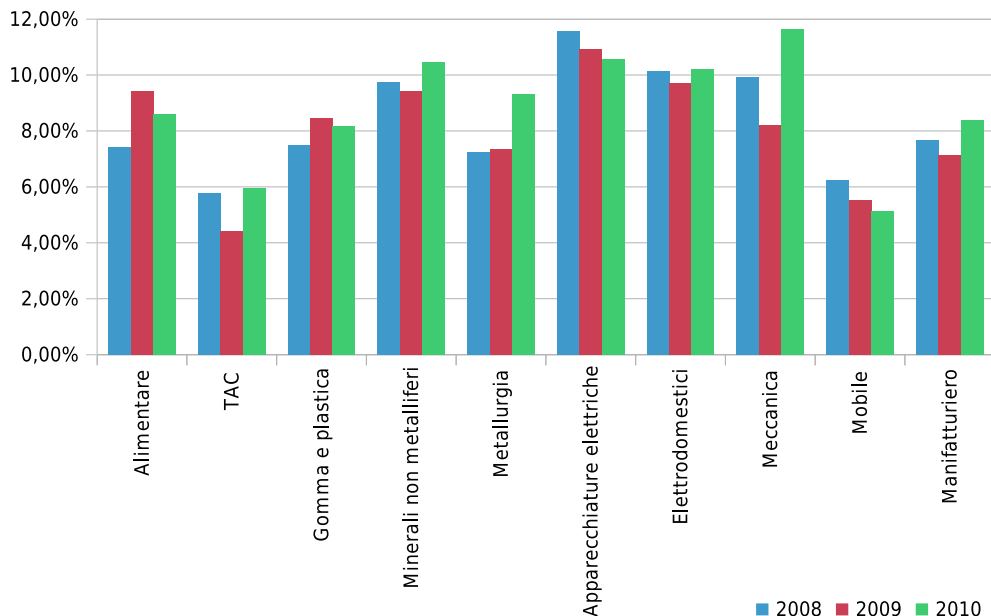


Tabella 16. Valori del MOL/F per settore e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	7,43%	9,32%	8,60%	7,09%	5,72%	6,90%
TAC	5,77%	4,42%	5,94%	4,98%	-0,11%	0,13%
Gomma e Plastica	7,48%	8,46%	8,18%	7,77%	8,43%	8,74%
Minerali non metalliferi	9,75%	9,41%	10,47%	2,50%	5,25%	4,70%
Metallurgia	7,23%	7,34%	9,33%	7,85%	5,34%	7,87%
Apparecchiature elettriche	11,58%	10,92%	10,58%	3,71%	3,73%	3,13%
Elettrodomestici	10,15%	9,70%	10,21%			
Meccanica	9,92%	8,20%	11,63%	7,98%	4,82%	6,13%
Mobile	6,23%	5,52%	5,13%	2,48%	0,68%	2,41%
Manifatturiero	7,68%	7,12%	8,39%	6,37%	4,15%	5,42%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	7,08%	9,48%	8,73%	8,36%	9,68%	8,61%
TAC	5,90%	4,59%	6,96%	5,93%	5,51%	6,50%
Gomma e Plastica	6,45%	5,69%	7,69%	8,27%	11,58%	8,07%
Minerali non metalliferi	4,69%	5,85%	7,45%	11,25%	11,01%	11,75%
Metallurgia	9,16%	10,51%	9,92%	7,44%	8,54%	9,72%
Apparecchiature elettriche	9,15%	5,55%	7,95%			
Elettrodomestici						
Meccanica	5,92%	6,48%	7,27%	11,48%	9,53%	13,21%
Mobile	4,89%	3,79%	4,62%	7,22%	6,81%	6,54%
Manifatturiero	6,78%	5,68%	7,37%	8,15%	8,18%	9,15%

Grafico 30. Valori del ROC per settore

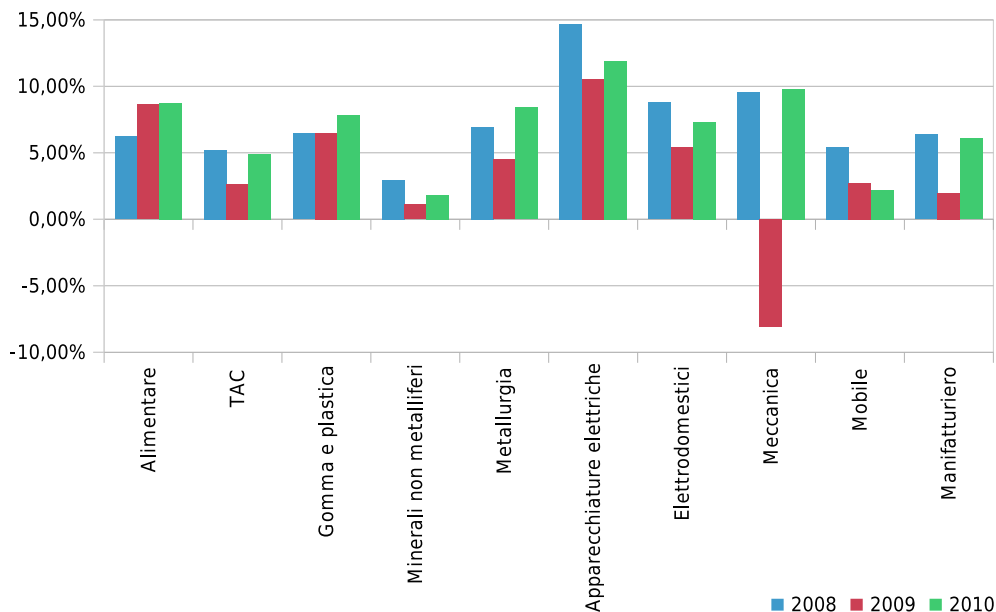


Tabella 17. Valori del ROC per settore e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	6,22%	8,64%	8,75%	2,22%	0,23%	2,72%
TAC	5,20%	2,65%	4,89%	2,36%	-6,78%	-13,35%
Gomma e Plastica	6,46%	6,48%	7,85%	1,59%	3,24%	5,37%
Minerali non metalliferi	2,95%	1,10%	1,83%	-3,00%	0,56%	-0,30%
Metallurgia	6,93%	4,50%	8,42%	4,19%	0,10%	5,04%
Apparecchiature elettriche	14,68%	10,56%	11,91%	-0,54%	-2,86%	-2,70%
Elettrodomestici	8,78%	5,39%	7,30%			
Meccanica	9,57%	-8,10%	9,80%	5,70%	1,24%	2,84%
Mobile	5,43%	2,72%	2,20%	-1,91%	-4,50%	-2,12%
Manifatturiero	6,37%	1,97%	6,07%	2,26%	-3,37%	-0,43%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	5,17%	8,41%	8,19%	7,49%	10,50%	9,36%
TAC	6,53%	3,77%	9,03%	4,85%	3,94%	6,57%
Gomma e Plastica	6,35%	3,42%	9,92%	7,55%	11,43%	7,26%
Minerali non metalliferi	-1,07%	-1,11%	0,36%	3,95%	1,48%	2,25%
Metallurgia	10,61%	4,84%	9,49%	7,34%	5,39%	8,30%
Apparecchiature elettriche	13,28%	2,75%	10,83%			
Elettrodomestici						
Meccanica	4,59%	4,66%	7,05%	9,89%	-9,79%	8,23%
Mobile	1,90%	-0,71%	0,95%	8,47%	5,18%	5,55%
Manifatturiero	5,28%	2,43%	6,15%	7,27%	2,78%	7,62%

Grafico 31. Valori del ROE per settore

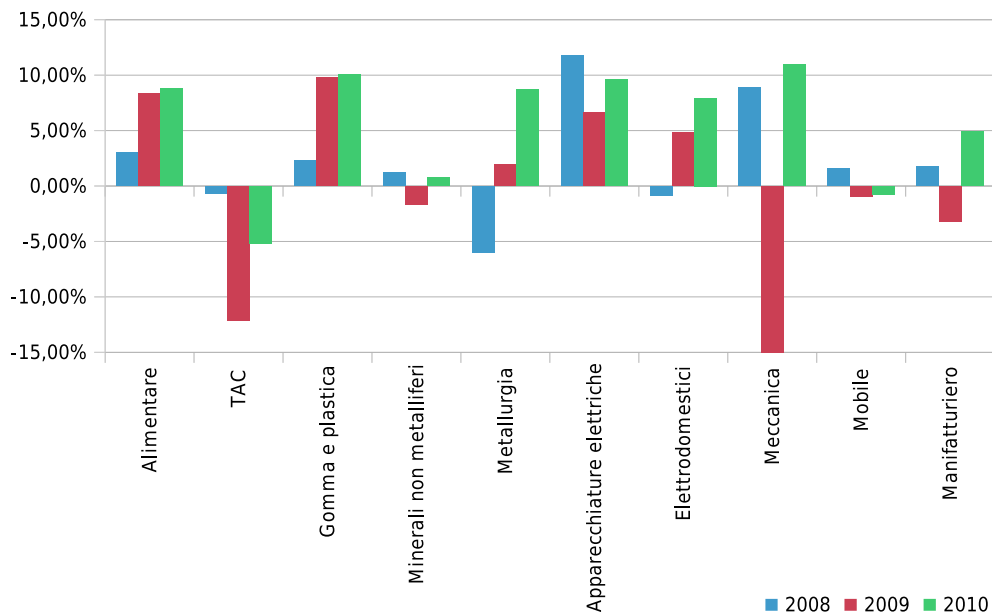


Tabella 18. Valori del ROE per settore e dimensione aziendale

	totale imprese			micro imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	3,01%	8,38%	8,79%	-3,02%	-4,96%	-2,38%
TAC	-0,67%	-12,10%	-5,23%	-85,31%	-402,17%	n.c.
Gomma e plastica	2,33%	9,80%	10,04%	-5,47%	8,61%	4,12%
Minerali non metalliferi	1,23%	-1,66%	0,78%	-2,82%	-1,07%	-2,18%
Metallurgia	-6,02%	1,90%	8,70%	-0,15%	-7,68%	3,69%
Apparecchiature elettriche	11,80%	6,62%	9,59%	-8,82%	-11,23%	-11,59%
Elettrodomestici	-0,89%	4,87%	7,95%			
Meccanica	8,88%	-24,81%	11,00%	1,52%	-3,72%	-2,90%
Mobile	1,60%	-0,96%	-0,74%	-13,62%	-22,02%	-10,88%
Manifatturiero	1,76%	-3,22%	4,89%	-2,90%	-11,72%	-5,94%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Alimentare	0,34%	5,92%	4,77%	6,61%	12,39%	12,74%
TAC	-5,78%	-0,76%	9,06%	0,99%	-12,29%	-6,77%
Gomma e plastica	0,29%	-2,83%	8,27%	6,59%	15,81%	8,92%
Minerali non metalliferi	-2,05%	-8,38%	-3,31%	2,49%	-0,51%	2,00%
Metallurgia	6,92%	0,85%	7,34%	5,38%	5,66%	9,66%
Apparecchiature elettriche	9,94%	-6,67%	5,71%			
Elettrodomestici						
Meccanica	0,32%	-0,75%	2,26%	11,56%	-39,41%	13,93%
Mobile	-3,04%	-7,13%	-5,46%	6,48%	4,03%	5,04%
Manifatturiero	0,04%	-3,58%	2,82%	3,09%	-1,60%	7,11%

redditività del capitale di rischio molto più bassa rispetto ai rendimenti di mercato e in molti casi addirittura negativa come ben illustrato dai dati riportati nella Tabella 18.

La situazione dell'industria manifatturiera non rispecchia le dinamiche dei diversi settori che la compongono: alcuni settori non sembrano essere stati toccati dalla crisi, altri invece sono stati duramente colpiti, la maggior parte è riuscita a rialzarsi dopo la caduta. Il denominatore comune però è che, al diminuire della dimensione, diminuisce la redditività a prescindere dagli effetti della recessione. La classificazione settoriale appare dunque superata.

4. Il valore delle imprese trevigiane nel triennio 2008-2010

Il valore delle imprese dipende, come noto, dal rapporto di lungo termine fra rendimento e rischio aziendale, le cui variazioni sono anche determinanti nella creazione di nuovo valore. Il rapporto fra valori economici e valori contabili dei capitali delle aziende (una applicazione microeconomica del Q-ratio di James Tobin) misura questi processi; se superiore all'unità, segnala rendimenti aziendali attesi superiori a livelli ottimali rispetto al rischio patito. Il dato puntuale (ad un certo periodo temporale) del rapporto rendimento-rischio non è in grado di condizionare il Q-ratio aziendale, a meno che esso sia il segnale di una prospettiva stabile di un rapporto superiore (o inferiore) ai livelli ottimali.

Le evidenze del triennio appena commentato sembrano drammatiche: i rischi si sono fortemente dilatati (al punto che in alcuni casi si sono materializzati in danni effettivi) mentre la redditività dimostra una netta contrazione. Da qui non possiamo però concludere che si stia sicuramente distruggendo valore, a meno che non si prospetti la permanenza nel tempo degli attuali livelli nel rapporto fra rendimento e rischio delle aziende. In precedenti esperienze di ricerca congiunta fra Camera e Università si erano proposte stime dei valori delle imprese sia attraverso il calcolo del Q-ratio sia attraverso il computo di un indicatore, il T-ratio, che la comunità scientifica riconosce capace di cogliere, accanto al valore aziendale, quello delle competenze imprenditoriali e quindi la capacità di replicare nel tempo i livelli del Q-ratio attraverso l'aggiornamento dei diversi cicli «intraprenditoriali».

I dati del triennio non consentono di aggiornare il computo dei due indicatori e commentarne le evoluzioni; l'incertezza sulla persistenza di effetti-eco della crisi non permette di sviluppare alcun conteggio (e commento) di valori attendibili senza disporre delle aspettative di ciascuna singola azienda; un lavoro improbo. La questione è poi complicata dalla forte pro-ciclicità dimostrata storicamente da alcuni driver fondamentali della performance aziendale, in particolare gli investimenti nel capitale produttivo e nel capitale umano, ivi compreso quello imprenditoriale.

Per questo motivo si è preferito seguire una strada diversa, volta a determinare le condizioni che permetterebbero il ripristino dei livelli storici dei valori aziendali. Si è quindi cercato di capire a quali condizioni sarà possibile per gli imprenditori della Marca riportare le prospettive economiche delle proprie attività almeno al livello storico.

4.1. Ciclo degli investimenti in capitale fisso e rischio imprenditoriale

La politica degli investimenti in capitale fisso realizzata dalle imprese fino al 2008 ha contribuito all'incremento della capacità produttiva installata, nell'ipotesi che la fase congiunturale favorevole si sarebbe perpetuata. La generazione di buoni risultati di bilancio unita alla disponibilità di liquidità abbondante ha poi permesso l'afflusso delle risorse finanziarie necessarie al sostegno degli investimenti realizzati fino alla prima metà del 2008. Ma, così facendo, si sono accresciuti anche i rischi, specie nella prospettiva di successiva contrazione del ciclo economico, netta contraddizione delle aspettative di perpetuazione di cicli favorevoli. L'abbondante flusso di capitale finanziario, poi, ha accresciuto la leva finanziaria che, come noto, agisce da moltiplicatore dei rischi operativi sul rischio aziendale.

Abbiamo visto che la risposta data dalle imprese alla crisi nel triennio è stata dicotomica: da un lato, vi sono stati imponenti riqualficazioni degli investimenti in capitale fisso, dall'altro lato, vi sono state iniziative volte alla preservazione del capitale umano. Il collante fra queste due strategie è spesso rappresentato dal capitale di giro (CCC) che ha permesso di trasferire risorse finanziarie attraverso le filiere produttive, aggiuntive a quelle già trasferite dalla riallocazione del credito bancario.

Occorre quindi anzitutto capire se la politica degli investimenti nel capitale fisso possa aver modificato il profilo di rischio prospettico delle imprese e possa aver minato la capacità di reddito delle stesse. La composizione dinamica del campione di analisi non permette di stimare i flussi di investimento puntuali; di conseguenza si è preferito seguire una diversa strada metodologica, rappresentando la politica degli investimenti attraverso il confronto fra il tasso (percentuale) di variazione degli ammortamenti di conto economico con quello di variazione della produzione iscritta a bilancio. Un saldo netto positivo indica un aumento della capacità produttiva rispetto alle esigenze correnti dell'azienda (gli ammortamenti crescono di più della produzione, generando capacità inutilizzata); il contrario in caso di saldo netto negativo (gli ammortamenti hanno una dinamica meno che proporzionale alla produ-

Tabella 19. Politica degli investimenti e utilizzo della capacità produttiva (2008-2010)

Tassi di crescita ammortamenti-svalutazioni

	totale imprese			micro imprese		
	2009	2010	2008-2010	2009	2010	2008-2010
Alimentare	-6,96%	4,18%	-3,07%	-4,82%	-9,97%	-14,31%
TAC	-36,27%	46,87%	-6,39%	6,83%	37,21%	46,58%
Gomma e plastica	12,41%	-2,22%	9,92%	-11,76%	-21,41%	-30,65%
Minerali non metalliferi	4,01%	7,68%	12,00%	-22,51%	29,50%	0,35%
Metallurgia	-9,11%	-0,05%	-9,16%	21,39%	-14,10%	4,27%
Apparecchiature elettriche	-19,68%	-13,23%	-30,31%	36,61%	-14,68%	16,55%
Elettrodomestici	9,66%	-11,84%	-3,32%			
Meccanica	234,49%	-69,22%	2,95%	6,46%	6,53%	13,42%
Mobile	-2,94%	-6,02%	-8,78%	-3,71%	-8,14%	-11,54%
Manifatturiero	24,32%	-23,35%	-4,71%	54,25%	-16,77%	28,38%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2009	2010	2008-2010	2009	2010	2008-2010
Alimentare	9,08%	-14,45%	-6,67%	-0,02%	-0,89%	-0,91%
TAC	-2,10%	-9,83%	-11,73%	-14,37%	16,36%	-0,37%
Gomma e plastica	13,44%	-22,88%	-12,51%	10,98%	5,01%	16,54%
Minerali non metalliferi	23,61%	-16,24%	3,54%	13,92%	-0,52%	13,34%
Metallurgia	5,41%	-2,45%	2,82%	10,76%	-1,81%	8,75%
Apparecchiature elettriche	29,47%	-28,86%	-7,89%			
Elettrodomestici						
Meccanica	28,22%	-17,74%	5,47%	364,16%	-72,91%	25,74%
Mobile	20,38%	-4,16%	15,37%	10,50%	-1,69%	8,64%
Manifatturiero	15,54%	-13,13%	0,37%	60,93%	-33,10%	7,67%

zione, assottigliando gli utilizzi di capacità produttiva). Al contempo, poi, valori positivi dell'indice segnalano aspettative favorevoli, che giustificano l'investimento rispetto ai frutti che potrà generare in futuro; mentre valori negativi potrebbero veicolare prospettive pessimistiche sulle prospettive aziendali. Nella Tabella 19 sono illustrate le dinamiche dell'indicatore nei diversi comparti del sistema economico della Marca.

A livello aggregato, le imprese della Marca dimostrano una politica degli investimenti aziendali più orientata alle prospettive di medio termine che alle dinamiche congiunturali: la contrazione media degli ammortamenti nel triennio (-4,71%) è infatti nettamente inferiore a quella della produzione (-15,51%). Questo fa presupporre l'aumento

Tabella 19, cont.

Tassi di crescita del valore della produzione

	totale imprese			micro imprese		
	2009	2010	2008-2010	2009	2010	2008-2010
Alimentare	-13,09%	14,96%	-0,09%	-14,41%	1,81%	-12,86%
TAC	-39,86%	30,37%	-21,59%	-5,14%	0,29%	-4,86%
Gomma e plastica	-0,42%	14,36%	13,88%	5,89%	-5,60%	-0,04%
Minerali non metalliferi	-16,36%	9,12%	-8,73%	-1,27%	8,07%	6,70%
Metallurgia	-26,06%	12,96%	-16,47%	1,33%	3,59%	4,97%
Apparecchiature elettriche	-19,60%	11,32%	-10,50%	-8,41%	-0,08%	-8,48%
Elettrodomestici	-16,22%	8,80%	-8,85%			
Meccanica	-28,31%	17,97%	-15,43%	-8,71%	-0,66%	-9,31%
Mobile	-19,53%	-2,17%	-21,28%	-9,13%	4,38%	-5,15%
Manifatturiero	-23,57%	10,55%	-15,51%	-4,87%	1,84%	-3,12%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2009	2010	2008-2010	2009	2010	2008-2010
Alimentare	-0,04%	-2,37%	-2,41%	0,79%	5,24%	6,07%
TAC	2,11%	1,62%	3,76%	-13,75%	20,45%	3,89%
Gomma e plastica	-4,97%	-7,62%	-12,21%	-4,49%	17,42%	12,15%
Minerali non metalliferi	-1,68%	-12,22%	-13,70%	-13,87%	3,38%	-10,95%
Metallurgia	-5,73%	3,35%	-2,57%	-21,51%	12,41%	-11,77%
Apparecchiature elettriche	-6,06%	-10,35%	-15,78%			
Elettrodomestici						
Meccanica	-4,38%	-4,76%	-8,94%	-22,45%	29,28%	0,26%
Mobile	-3,17%	6,23%	2,87%	-12,77%	8,83%	-5,06%
Manifatturiero	-4,39%	-0,79%	-5,15%	-10,57%	7,59%	-3,78%

della capacità produttiva inutilizzata (+10,80%, pari alla differenza dei due dati precedenti) con conseguente crescita della rischiosità aziendale nel breve termine che ne deriva. Al contempo, però, il segno dell'indicatore è segnale anche del coraggio imprenditoriale di affrontare una situazione congiunturale difficile attraverso la riqualificazione produttiva che maggiori investimenti realizzano.

Anche per questo motivo di natura strettamente imprenditoriale, il dato non trova riscontro in tutti i settori produttivi: per Alimentare, Gomma-plastica e Apparecchiature elettriche si osservano valori negativi dell'indice. E il dato aggregato non trova riscontro neppure nelle diverse classificazioni dimensionali: le micro imprese presentano infatti un valore molto maggiore della Marca nel suo complesso (+31,50%) a

Tabella 19, cont.

Differenza

	totale imprese			micro imprese		
	2009	2010	2008-2010	2009	2010	2008-2010
Alimentare	6,13%	-10,78%	-2,98%	9,59%	-11,78%	-1,45%
TAC	3,59%	16,50%	15,20%	11,97%	36,92%	51,45%
Gomma e plastica	12,83%	-16,58%	-3,96%	-17,64%	-15,82%	-30,61%
Minerali non metalliferi	20,37%	-1,44%	20,73%	-21,25%	21,43%	-6,35%
Metallurgia	16,95%	-13,02%	7,31%	20,07%	-17,69%	-0,69%
Apparecchiature elettriche	-0,08%	-24,55%	-19,81%	45,01%	-14,60%	25,03%
Elettrodomestici	25,88%	-20,64%	5,53%			
Meccanica	262,80%	-87,19%	18,38%	15,17%	7,19%	22,73%
Mobile	16,60%	-3,85%	12,50%	5,43%	-12,51%	-6,39%
Manifatturiero	47,89%	-33,90%	10,80%	59,12%	-18,61%	31,50%

	piccole imprese			medie-grandi imprese		
	2009	2010	2008-2010	2009	2010	2008-2010
Alimentare	9,12%	-12,08%	-4,27%	-0,81%	-6,13%	-6,98%
TAC	-4,22%	-11,44%	-15,49%	-0,63%	-4,09%	-4,26%
Gomma e plastica	18,41%	-15,26%	-0,31%	15,47%	-12,41%	4,39%
Minerali non metalliferi	25,29%	-4,02%	17,23%	27,79%	-3,90%	24,29%
Metallurgia	11,14%	-5,80%	5,40%	32,27%	-14,22%	20,52%
Apparecchiature elettriche	35,52%	-18,50%	7,89%			
Elettrodomestici						
Meccanica	32,60%	-12,98%	14,41%	386,61%	-102,19%	25,48%
Mobile	23,55%	-10,39%	12,51%	23,27%	-10,52%	13,70%
Manifatturiero	19,93%	-12,34%	5,51%	71,50%	-40,69%	11,45%

fronte di un dato delle piccole ben più contenuto (+5,51%) e quello delle medie-grandi sostanzialmente allineato alla media. Una lettura semplicistica del dato fa pensare ad un inutile accumulo di rischi: ma la semplificazione sta nel presupposto che il capitale umano e quello produttivo si debbano necessariamente coltivare insieme all'interno dello stesso perimetro aziendale. Cosa che, invece, i dati visti prima smentiscono: la diversa dinamica va allora collegata alla specializzazione nei processi di accumulo di capitale umano e produttivo che sembrerebbe caratterizzare le diverse componenti del sistema economico-produttivo della Marca.

4.2. Capitale umano e rischio imprenditoriale alla ricerca di valore: la *growth duration*

Il valore di ogni impresa può essere idealmente scomposto in due parti: quella retta dalla redditività corrente dell'azienda e quella determinata dalle opportunità di crescita. Mentre la prima dipende da situazioni di contesto e quindi ha una prospettiva di durata limitata, la seconda dipende dalla capacità imprenditoriale di anticipare i bisogni futuri con una prospettiva ben più lunga, legata all'imprenditorialità che regge lo sviluppo aziendale. Per gli stessi motivi, la prima è retta principalmente dal capitale produttivo e dal suo finanziamento, mentre la seconda si sviluppa anzitutto sul capitale umano e dal supporto culturale che lo sostiene. Sebbene nessuna delle due componenti si accresca senza disporre di un adeguato contesto infrastrutturale (da intendersi in senso lato), è evidente come il connubio fra cicli e crescita aziendali (la cosiddetta *growth duration*) siano alla base del valore aziendale, molto più della redditività corrente che i bilanci esprimono.

Quando l'analisi si focalizza su una singola azienda, si stima un valore assoluto (espresso in euro) che solitamente è relativo al capitale di rischio (alcune volte: al capitale investito). Questa soluzione non è applicabile al nostro caso, perché crea i problemi di scala nella comparazione dei dati che già abbiamo sottolineato più sopra. La soluzione a cui si ricorre di solito è quindi di esprimere un valore relativo, solitamente espresso dal quoziente fra valore economico del capitale (investito) e dato contabile ad esso riferito. Se si verifica la condizione per cui il dato contabile approssima il costo di rimpiazzo dei beni (situazione abbastanza diffusa dopo l'adozione più estesa dei principi contabili internazionali e le recenti normative che hanno permesso la rivalutazione monetaria dei valori contabili dei cespiti aziendali) questo indicatore relativo è una buona approssimazione del noto indice conosciuto come «Q-di-Tobin». L'indicatore sarà pari all'unità in caso di coincidenza fra valori economici e contabili del capitale, segno che il rendimento atteso dall'azienda è allineato con le aspettative. Quando fosse superiore all'unità, i valori economici del capitale risulteranno superiori a quelli contabili, perché il rendimento atteso dall'azienda è più alto del benchmark di riferimento, segnalando così la presenza di un avviamento. Viceversa in caso di indicatore inferiore all'unità. È comunque palese come questo indicatore, per la sua costruzione, non sia assoggettato ai vincoli dimensionali,

L'insufficienza del ROI aziendale corrente rispetto ai livelli ottimali di riferimento (il cosiddetto costo opportunità del capitale, WACC) non produce necessariamente una Q inferiore all'unità, perché quanto

Tabella 20. Rendimenti benchmark per i settori (costo opportunità del capitale)

	Codici identificativi		Beta operativo	WACC		
	ATECO 2007	SIC		2008	2009	2010
Alimentare	10; 11	20	0,5	5,94%	6,37%	5,78%
TAC	13-14-15	22-23-31	1,45	12,57%	14,89%	14,30%
Gomma e plastica	22	30	0,97	9,23%	10,60%	10,01%
Minerali non metalliferi	23	335	1,28	11,40%	13,39%	12,80%
Metallurgia	24; 25	34	0,96	9,16%	10,51%	9,92%
Apparecchiature elettriche	27 escl. 27.5	36	0,89	8,67%	9,88%	9,29%
Elettrodomestici	275		1,26	11,26%	13,21%	12,62%
Meccanica	28	35 /35.7	1,26	11,26%	13,21%	12,62%
Mobile	31	25	1,24	11,12%	13,03%	12,44%
Manifatturiero			1,15	10,49%	12,21%	11,63%

manca può essere compensato da un tasso di crescita perpetuo di lungo termine «g» derivabile da una formula nota con il nome dei suoi ideatori, Gordon e Shapiro. Su questa base di può determinare un valore di «g» che permetta di raggiungere un indice Q=1 in questo modo:

$$g = \frac{WACC - ROI}{ROI + 1}$$

Quando la condizione è rispettata, il valore economico degli attivi aziendali è pari almeno al loro valore contabile; se il tasso di crescita effettivo risultasse superiore a «g», anche il valore di mercato dell'azienda risulterà maggiore del dato contabile (e viceversa). Due brevi osservazioni metodologiche possono però aiutarci ad interpretare meglio i dati calcolabili attraverso la formula: (1) il tasso «g» è perpetuo (come a dire: il suo ciclo dura all'infinito); (2) il tasso «g» si riferisce al reddito operativo (non al fatturato, la cui dinamica potrebbe essere anche meno generosa stante la composizione - variabili e/o fissi - dei costi aziendali). Per rendere quindi utilizzabile a livello applicato questo risultato occorre:

- tradurre «g» in un tasso di crescita necessario del fatturato «f». Abbiamo effettuato questa stima dividendo «g» per il grado di leva operativa (GLO) di ogni specifico sottocampione;
- determinare le possibili combinazioni fra «f» e cicli temporali realizzabili nel concreto. Per fare questo abbiamo ipotizzato due fasi di crescita. Una prima che ricostruisca il valore medio storico della Q ed una seconda che lo allinei almeno all'unità nel caso in cui il dato storico fosse già inferiore a 1.

La stima del WACC è stata effettuata ricorrendo a metodi ampiamente diffusi nella prassi, applicati ai sottocampioni analizzati nel lavoro. Nella Tabella 20, sono riportati per il campione e per ciascun sottocampione che lo compone: i codici ATECO e SIC a cui si è fatto riferimento; il valore del Beta medio di settore riferito agli attivi;¹ la stima del WACC per i tre anni a cui si riferisce l'analisi.

Confrontando i dati dei ROI aziendali nel triennio con quelli della tabella precedente, è facile comprendere la difficoltà a giustificare valore aziendale nella redditività corrente dei settori economici. Un problema già riscontrato in precedenti analisi svolte da Ca' Foscari con la Camera; l'ultima indagine, riferita a dati a tutto il 2009,² già segnalava diversi valori di Q inferiore all'unità, come dimostra la Tabella 21.

È per questo motivo che si è preferito seguire un percorso di calcolo a due livelli: quello della crescita perpetua, necessaria per ripristinare il valore storico di Q; quello relativo allo strappo di crescita, necessario per avere una redditività operativa allineata agli standard delle aspettative. Il calcolo è stato effettuato sia a livello complessivo sia relativamente alle diverse classi dimensionali, con risultati sorprendenti.

Il tasso di crescita perpetuo che permetterebbe al settore manifatturiero nel suo complesso di ricostruire il livello storico del Q-ratio è pari allo 0,45% (in termini reali, ovvero al netto dell'inflazione). È interessante osservare come un tasso di crescita abbastanza modesto permetta di riportare l'indice Q dal livello di 0,42 giustificato dalla sola redditività corrente a 0,76, ultimo dato storico rilevato (seppure inferiore all'unità). Questo dato, estremamente tecnico, merita di essere spiegato in termini più operativi; il seguente schema per punti può essere di supporto per la migliore interpretazione delle evidenze che stiamo commentando:

- $Q=0,42$ significa che la redditività corrente (quindi: ridotta dalla crisi) giustifica solo 42 EUR di valore per ogni 100 EUR di capitale investito negli attivi aziendali delle imprese della Marca. I restanti 58 EUR trovano giustificazione solo nelle prospettive future di redditività operativa;
- se gli imprenditori della Marca riuscissero ad imprimere una crescita annuale del fatturato pari ad almeno lo 0,45% con le attuali strutture aziendali, il valore dei capitali investiti salirebbe da 42 a 76 EUR. Un

¹ Fonte: Morningstar, *The cost of capital centre*, edizioni dei vari anni.

² Cfr. G.M. MANTOVANI, TEOFILO INTATO FOUNDATION, *Competence value emersion - A key to sound practices in entrepreneurial finance: From «Q» to «T» ratios in the North-Eastern Italian experience*, Academy of Entrepreneurial Finance, 2011, UCLA, Los Angeles (CA). Disponibile per il download al link SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1845616>.

Tabella 21. Rendimenti storici, benchmark e valore delle imprese

	ROI				
	2008	2009	2010	media	
Alimentare	6,22%	8,64%	8,75%	7,87%	
TAC	5,20%	2,65%	4,89%	4,25%	
Gomma e plastica	6,46%	6,48%	7,85%	6,93%	
Minerali non metalliferi	2,95%	1,10%	1,83%	1,96%	
Metallurgia	6,93%	4,50%	8,42%	6,62%	
Apparecchiature elettriche	14,28%	10,31%	11,35%	11,98%	
Elettrodomestici	5,86%	-3,51%	0,42%	0,92%	
Meccanica	9,57%	-8,10%	9,80%	3,76%	
Mobile	5,43%	2,72%	2,20%	3,45%	
Totale imprese manifatturiero	6,37%	1,97%	6,07%	4,80%	

	WACC				
	2008	2009	2010	media	
Alimentare	5,94%	6,37%	5,78%	6,03%	
TAC	12,57%	14,89%	14,30%	13,92%	
Gomma e plastica	9,23%	10,60%	10,01%	9,95%	
Minerali non metalliferi	11,40%	13,39%	12,80%	12,53%	
Metallurgia	9,16%	10,51%	9,92%	9,86%	
Apparecchiature elettriche	8,67%	9,88%	9,29%	9,28%	
Elettrodomestici	11,26%	13,21%	12,62%	12,36%	
Meccanica	11,26%	13,21%	12,62%	12,36%	
Mobile	11,12%	13,03%	12,44%	12,20%	
Totale imprese manifatturiero	10,49%	12,21%	11,63%	11,44%	

	Q-Tobin				Q storica
	2008	2009	2010	media	
Alimentare	1,0466	1,3578	1,5135	1,3053	1,241
TAC	0,4137	0,178	0,3421	0,3051	0,5946
Gomma e plastica	0,6992	0,6116	0,7844	0,6967	0,8177
Minerali non metalliferi	0,2591	0,0821	0,1433	0,1566	0,5123
Metallurgia	0,7559	0,4287	0,8487	0,6708	0,9777
Apparecchiature elettriche	1,6466	1,0442	1,2214	1,291	0,8497
Elettrodomestici	0,5203	-0,266	0,0332	0,0746	0,8497
Meccanica	0,8499	-0,6131	0,7767	0,3041	0,714
Mobile	0,4881	0,2084	0,1765	0,2826	0,4026
Totale imprese manifatturiero	0,6077	0,1614	0,5221	0,4199	0,7623

dato sempre lontano dall'iniziale capitale investito (ovvero 100 EUR), ma pur sempre una crescita dell'81% nel valore realizzata con una crescita del fatturato limitata allo 0,45% (peraltro perpetuo).

La sensibilità fra valore e crescita minima necessaria è indice di opportunità importanti che sono contenute nell'attuale struttura operativa delle aziende e dimostrazione che il rischio oggi patito dagli imprenditori può rappresentare una interessante fonte di opportunità.

La ricostruzione piena dell'investimento inizialmente realizzato richiede però uno sforzo aggiuntivo a quello appena calcolato, sforzo necessario per ripristinare condizioni di utilizzo ottimale delle capacità produttive disponibili. Si tratta allora di stimare quale incremento di fatturato sia necessario per generare una discontinuità capace di far fare al valore aziendale quel gradino che lo possa riportare da 76 a 100: per la Marca Trevigiana lo strappo di fatturato necessario è pari a +16,76%. Va osservato come il risultato ottenuto è fortemente influenzato dal margine di contribuzione per unità di prodotto che il mercato di sbocco riconosce ai prodotti e servizi della manifattura (il cosiddetto *value-for-money*).

La Tabella 22 dimostra come il valore medio dei due tassi di crescita si differenzi in modo sostanziale nei diversi sottocampioni. In due casi, infatti, la redditività corrente è già sufficiente a mantenere i valori storici dei capitali investiti (il risultato matematico è quindi un tasso di possibile decrescita, che però eroderebbe i valori di avviamento): si tratta delle «industrie alimentari e delle bevande» e della «fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche».

Relativamente alla dispersione dei valori calcolati per il tasso di crescita perpetua, occorre rammentare come la buona prassi applicativa del modello suggerisca di non ritenere affidabili tassi superiori a quello di crescita a lungo termine del PIL. Valori più elevati derivanti dai nostri conteggi segnalano la scarsa sostenibilità del *business model* di queste aziende. È questo il caso della «fabbricazione di macchine ed apparati meccanici» (+5,56%) e della «fabbricazione di elettrodomestici» (+2,10%).

Anche per quanto riguarda il calcolo dello strappo di crescita, emergono risultati che difficilmente potranno essere sviluppati attingendo alle formule imprenditoriali correnti, come, ad esempio, nel comparto della «fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi» (+45,52% richiesto) oppure nella fabbricazione di elettrodomestici (+186,76% richiesto).

Tabella 22. Fabbisogni/aspettative di crescita impliciti ai valori aziendali di lungo termine

	primo STEP (crescita per Q storica)			
	2008	2009	2010	media
Alimentare	0,19%	-0,14%	-0,30%	-0,06%
TAC	0,51%	0,79%	0,75%	0,67%
Gomma e plastica	0,18%	0,36%	0,06%	0,20%
Minerali non metalliferi	0,60%	0,55%	0,77%	0,63%
Metallurgia	0,26%	0,51%	0,21%	0,35%
Apparecchiature elettriche	-1,94%	-0,48%	-1,01%	-1,11%
Elettrodomestici	0,93%	2,87%	2,53%	2,10%
Meccanica	-0,47%	-5,22%	-0,24%	5,56%
Mobile	-0,25%	0,39%	0,36%	0,23%
Totale imprese manifatturiero	0,32%	0,50%	0,55%	0,45%

	secondo STEP (crescita residua per Q=1)			
	2008	2009	2010	media
Alimentare	-1,13%	-6,63%	-8,29%	-5,48%
TAC	19,86%	35,78%	25,09%	26,14%
Gomma e plastica	6,07%	8,87%	4,64%	6,45%
Minerali non metalliferi	31,85%	55,31%	51,10%	45,52%
Metallurgia	3,99%	11,65%	2,85%	5,97%
Apparecchiature elettriche	-9,01%	-0,52%	-4,09%	-4,84%
Elettrodomestici	20,11%	-78,42%	608,08%	186,76%
Meccanica	4,86%	54,84%	7,32%	13,04%
Mobile	12,91%	24,50%	25,14%	20,34%
Totale imprese manifatturiero	10,15%	27,17%	14,23%	16,76%

I dati di questo rapporto già commentati in precedenza dimostrano però come la capacità di generare elevati margini di contribuzione sia concentrata in quelle imprese che si specializzano nel coltivare il capitale umano, mentre la capacità di realizzare più facilmente performance quantitative di vendita sia più tipica di quelle imprese che si sono specializzate nella coltivazione del capitale produttivo. Riconfigurando quindi le filiere economico-produttive, si potrebbe raggiungere lo stesso obiettivo di valore ma attraverso sforzi di crescita meno intensi, perché più qualificati: un invito a sviluppare giochi cooperativi fra i diversi attori del territorio.

A questa conclusione si può facilmente giungere effettuando una lettura disaggregata per categorie dimensionali di imprese dei conteggi della *growth duration*, nella Tabella 23.

Le imprese più piccole dimostrano una maggiore esposizione al rischio di quantità a seguito del maggiore grado di leva operativa

primo STEP (crescita per Q storica)				
Micro imprese	2008	2009	2010	media
Alimentare	0,33%	0,06%	0,29%	0,11%
TAC	0,37%	-3,40%	-7,53%	9,26%
Gomma e plastica	0,45%	0,67%	0,47%	0,54%
Minerali non metalliferi	-2,01%	0,29%	-0,34%	-6,91%
Metallurgia	0,41%	0,02%	0,39%	0,04%
Apparecchiature elettriche	-0,14%	-0,94%	-0,87%	-0,37%
Elettrodomestici	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Meccanica	0,41%	0,28%	0,47%	0,33%
Mobile	-0,88%	-3,10%	-0,85%	-1,24%
Totale imprese manifatturiero	0,43%	-1,39%	-0,11%	-0,35%
Piccole imprese	2008	2009	2010	media
Alimentare	0,25%	-0,08%	-0,16%	0,03%
TAC	0,17%	0,65%	-0,14%	0,32%
Gomma e plastica	0,15%	0,31%	-0,26%	0,16%
Minerali non metalliferi	-0,52%	-0,58%	0,13%	1,11%
Metallurgia	-0,24%	0,38%	0,03%	0,14%
Apparecchiature elettriche	-1,08%	0,27%	-0,46%	-0,07%
Elettrodomestici	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Meccanica	0,50%	0,55%	0,31%	0,48%
Mobile	0,29%	-0,27%	0,22%	3,29%
Totale imprese manifatturiero	0,37%	0,43%	0,39%	0,40%
Medie-grandi imprese	2008	2009	2010	media
Alimentare	0,11%	-0,74%	-0,75%	-0,39%
TAC	0,60%	1,17%	0,94%	0,91%
Gomma e plastica	-0,02%	-0,14%	-0,20%	-0,12%
Minerali non metalliferi	0,48%	0,75%	0,88%	0,73%
Metallurgia	0,62%	0,53%	-0,11%	0,43%
Apparecchiature elettriche	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Elettrodomestici	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Meccanica	-1,21%	-12,28%	-0,36%	5,15%
Mobile	-1,35%	-0,17%	0,37%	-0,21%
Totale imprese manifatturiero	0,17%	0,68%	0,31%	0,48%

innescato dalla presenza dei costi fissi del personale; ma sono anche le imprese con maggiore *value-for-money* riscontrato. Le imprese di più grandi dimensioni evidenziano invece una maggiore esposizione al rischio di prezzo, conseguenza diretta dei minori margini di contribuzione unitari; ma sono anche le imprese con maggiore capacità di tenuta delle quote di mercato e di *export-performance*. In un gioco collaborati-

secondo STEP (crescita residua per Q=1)				Tabella 23. Growth duration per classi dimensionali delle imprese
2008	2009	2010	media	
13,13%	27,52%	8,96%	16,19%	
18,88%	40,04%	40,43%	20,23%	
29,68%	23,08%	11,99%	21,74%	
54,69%	53,17%	110,75%	79,62%	
9,90%	19,20%	7,93%	12,61%	
25,28%	31,55%	30,96%	29,03%	
n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
12,71%	23,67%	19,12%	18,63%	
36,90%	47,46%	32,06%	38,47%	
20,86%	38,50%	26,09%	28,51%	
2008	2009	2010	media	
1,90%	-5,02%	-5,86%	-3,20%	
10,78%	23,36%	10,50%	14,51%	
4,75%	10,36%	0,38%	5,23%	
44,42%	48,37%	38,04%	42,32%	
-1,94%	8,00%	0,61%	2,17%	
-5,13%	10,48%	-1,66%	0,86%	
n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
15,48%	15,65%	9,48%	13,65%	
22,70%	34,57%	26,93%	24,86%	
10,68%	19,30%	10,05%	13,39%	
2008	2009	2010	media	
-3,41%	-12,23%	-12,17%	-9,55%	
23,79%	42,27%	31,74%	32,12%	
3,92%	4,23%	1,77%	3,17%	
27,44%	53,89%	48,47%	42,61%	
11,83%	8,38%	-0,55%	6,75%	
n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1,30%	92,86%	8,37%	20,31%	
8,29%	15,33%	30,18%	17,70%	
8,70%	27,23%	10,85%	15,30%	

vo dove: le prime mettono a disposizione le loro competenze (*value-for-money*) per affrontare efficacemente i rischi (di prezzo) delle seconde; ricevendone in cambio flussi di ordinativi retti dalla capacità di vendita delle seconde capaci di mitigare gli effetti leva dei costi fissi operativi; osserveremmo sicuramente la (ri-)generazione di valore. Sarebbe infatti questo il tipico caso di baratto (*swap?*) di rischi in grado di allocarli

presso gli operatori economici più capaci di affrontarli efficacemente: con risultati per l'intero gruppo di cooperanti al gioco.

4.3. Governare i processi di accumulo congiunti di capitale umano e produttivo

Provando a mettere a sistema i dati commentati nei due paragrafi precedenti, si trovano informazioni interessanti. Il Grafico 32 illustra la relazione fra indicatore delle politiche di investimento in capitale produttivo e fabbisogni di crescita nei diversi settori: il trend di correlazione è palese, specie se si escludono le anomalie già commentate pocanzi.

L'impegno di investimento profuso comunque dalla manifattura trevigiana nel corso del triennio si riflette di norma in aspettative di crescita (immediata e perpetua) più elevate, anche rispetto allo stato delle attività prima del triennio della crisi. Abbiamo ragione di ritenere che l'*export performance* che da sempre caratterizza il territorio sia alla base di queste aspettative di crescita facenti capo agli imprenditori della Marca. Ma proprio questa motivazione fa sì che la relazione generale non si rifletta in tutti i segmenti dimensionali.

Nei Grafici 33-35 sono sovrapposti i dati calcolati per le sole micro imprese. È facile riscontrare le differenze nei diversi sottocampioni, ma con una tendenza comune: la più frequente evidenza di disinvestimento (dal capitale produttivo) si associa comunque alla necessità/aspettativa di crescita significative. Non poteva essere diversamente: in questo caso, la crescita necessaria sostiene l'accumulo del capitale umano la cui remunerazione deve comunque essere estratta dall'economia futura delle aziende.

Situazione diversa è quella afferente le piccole imprese e le medie-grandi. I grafici ad esse riferiti sono sostanzialmente sovrapposti a quello complessivo della manifattura, anche se emergono alcune differenze di natura settoriale. È il caso del settore Tessile, abbigliamento e calzature che presenta un'anomalia: mentre a livello aggregato della Marca evidenzia processi di accumulo di capitale produttivo, l'esatto contrario avviene per le imprese piccole e di più grandi dimensioni, seppure in presenza di aspettative di crescita positive. Per questo settore, quindi, vi è una inversione della specializzazione nei processi gestionali del capitale produttivo rispetto a quello umano.

Ne concludiamo che, con tutta probabilità, la specializzazione nell'accumulo di capitale non sarà più prerogativa di classi dimensionali delle imprese, coerentemente con una logica post-industriale a cui il nostro sistema tende.

Grafico 32. Investimenti storici e fabbisogni di crescita attesi nei settori manifatturieri

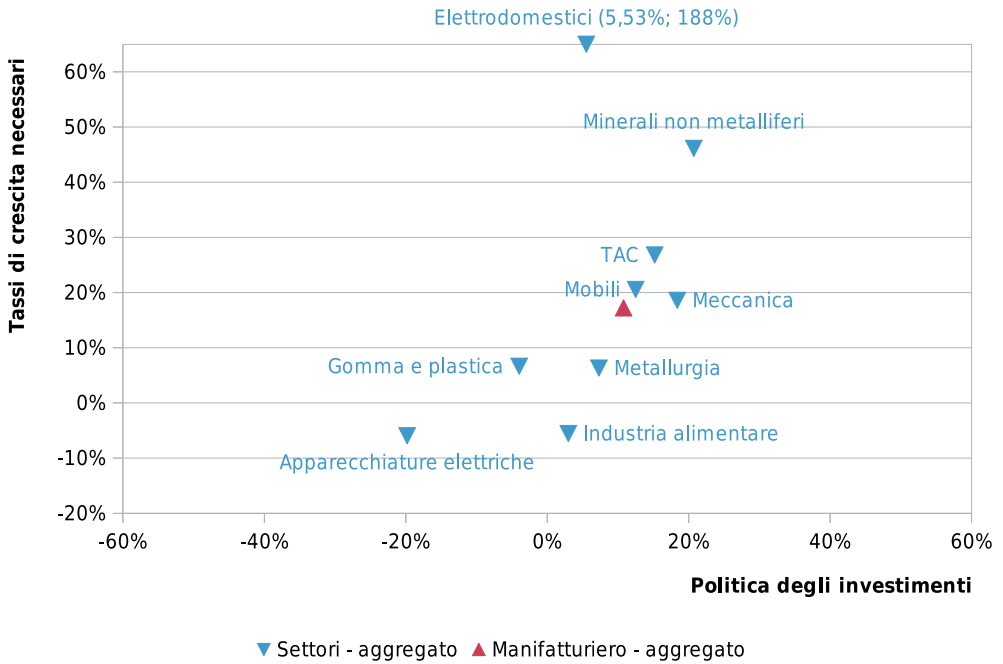


Grafico 33. Investimenti storici e fabbisogni di crescita: le micro imprese

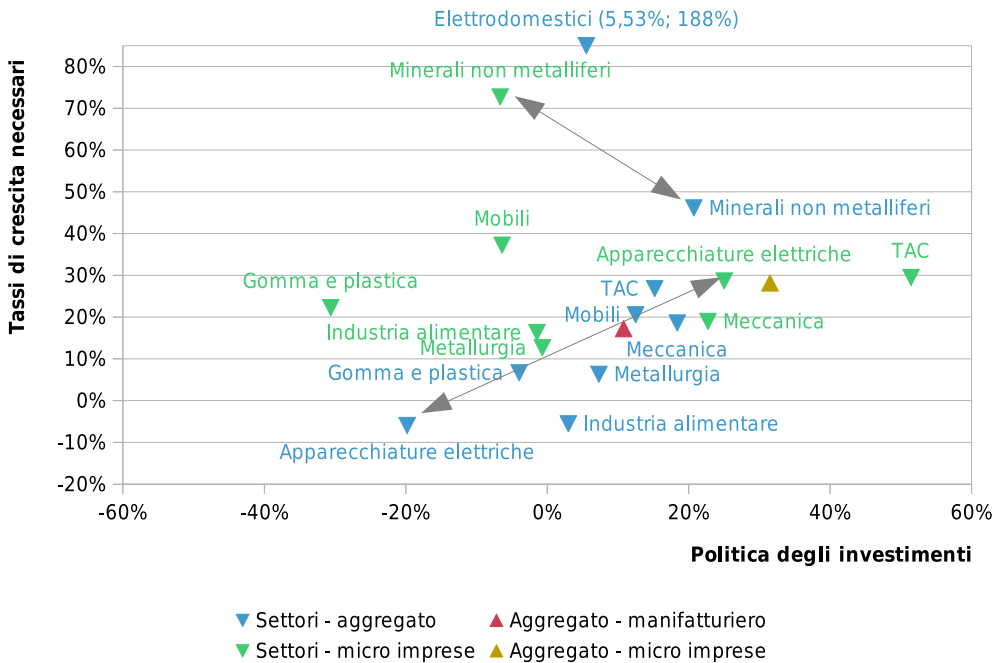


Grafico 34. Investimenti storici e fabbisogni di crescita: le piccole imprese

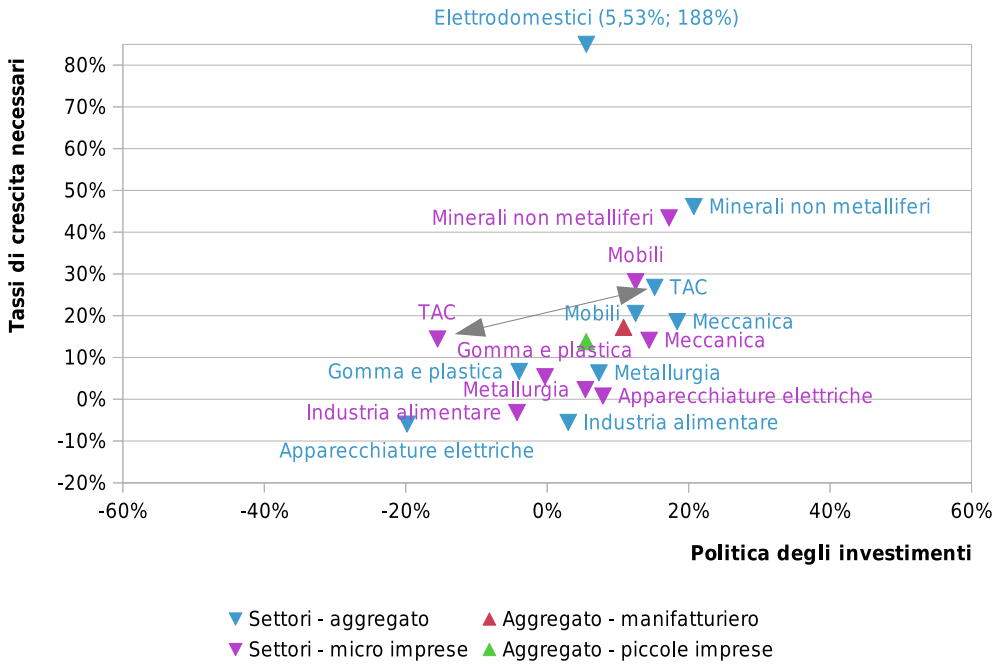
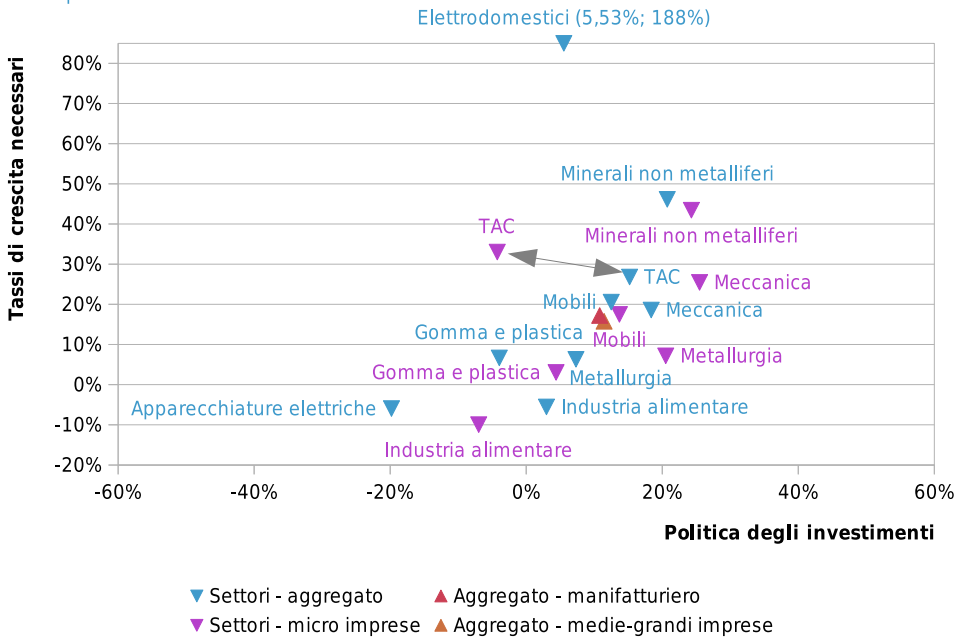


Grafico 35. Investimenti storici e fabbisogni di crescita: le micro imprese

Gomma e plastica



5. «This is the end...»:¹ riflessioni conclusive

L'indagine appena presentata può essere letta in due prospettive. Da un lato, è una collezione di informazioni sui comportamenti della manifattura trevigiana nell'ultimo triennio di crisi, un riferimento al quale rivolgersi per comprendere la specificità dei risultati di uno specifico agente economico. Dall'altro lato, è evidenza della profondità con cui la crisi dell'ultimo triennio ha interessato l'assetto economico complessivo, con effetti che tenderanno a manifestarsi su cicli temporali molto lunghi e che richiedono chiavi di interpretazione diverse da quelle convenzionali. È da questa prospettiva che riteniamo di dover sviluppare alcune riflessioni conclusive... per evitarci di fare conclusioni tanto banali quanto azzardate... che ci facciano concludere che «è la fine» (come nei molti, troppi casi di disperazione economica che popolano i quotidiani) oppure che «è finita» (come nei molti, troppi annunci di ritrovata ripresa che in questi anni sono risultati solo effetti-eco).

Il quadro dell'economia trevigiana che esce da questo rapporto è meno negativo di quanto ci si aspettasse quando abbiamo iniziato il lavoro di ricerca. Nel breve termine, emerge la tenuta, seppure con molte sofferenze, dell'economia della Marca; merito soprattutto di una capacità di visione prospettica che ha portato gli imprenditori a spingere sulla leva della internazionalizzazione e spostare così la dipendenza economica su mercati meno affossati dalla crisi. Gli imprenditori hanno dimostrato vero spirito di intrapresa, investendo (anche controcorrente) laddove opportuno, dismettendo (senza pregiudizi) quando amaramente necessario, tenendo la posizione sul capitale umano, non senza sacrifici talvolta «mortal», nel senso letterale della parola. Nel lungo termine

¹ Una doppia citazione è qui necessaria: da un lato si richiama il testo della nota canzone del gruppo rock The Doors, dall'altro lato, ancor di più, si richiama l'uso frequente della canzone fatto da Oscar Giannino nella sua trasmissione quotidiana *Nove in punto: la versione di Oscar* diffusa da Radio 24.

ci sono orizzonti che fanno sperare che questo sforzo dimostri, ancora una volta, la preveggenza del territorio, anche se grande parte del benessere economico che potrà derivare dai sacrifici fatti dipenderà dalla capacità futura di cogliere le opportunità (il cosiddetto *know-when*) più che dalle condizioni per svilupparle (il cosiddetto *know-how*). Ma accanto a tutto questo, esiste una questione strategica che richiede il coraggio di applicare al sistema nel suo complesso quella stessa intraprendenza che tanto è risultata efficace nelle aziende; un coraggio che può essere stimolato solo dalla consapevolezza (il cosiddetto *know-why*) di fenomeni in corso tanto poderosi, quanto evidenziati oggi solo dai cosiddetti «segnali deboli».

Occorre un nuovo patto del territorio che si spogli di molti dei tradizionali paradigmi, tutti accomunati dalla contrapposizione, coltivandone di nuovi. Proviamo a sintetizzarli.

1. La classificazione dimensionale delle imprese è morta! Richiede di essere sostituita con quella per specializzazione funzionale. Il problema non è essere grandi o piccoli, ma capaci, o meno, di gestire specifiche forme di accumulo di capitale (umano vs produttivo, in particolare) o di rischio (di prezzo vs di quantità).

2. I giochi a somma zero vanno superati perché non innescano crescita e sviluppo. Non vale più il paradigma per cui il valore è un dato (dai mercati o dallo Stato) da distribuire secondo il principio *mors tua, vita mea* della dialettica contrattuale. Occorre ricercare nuovo valore re-ingegnerizzando le relazioni economiche e sociali secondo i principi dei giochi cooperativi (*mors tua, mors mea*).

3. La riallocazione delle risorse finanziarie che non è più governata esclusivamente dall'intermediazione finanziaria tradizionale ma anche dalle filiere operative (uso del capitale circolante, produttivo e umano) anche a seguito dello spiazzamento di liquidità prodotto dalle perturbazioni che hanno colpito la finanza pubblica.

Quest'ultimo punto apre la strada ad una riflessione sulla dinamica finanziaria dimostrata dalle aziende nel corso del triennio, sugli effetti di sistema che ne potrebbero seguire nonché sul bisogno di giochi cooperativi anche per il settore finanziario.

La tipica impresa trevigiana di più piccole dimensioni ha mediamente restituito EUR 78.294 al sistema bancario nel corso del triennio. La

copertura di questo fabbisogno si è resa possibile: per EUR 31.944 attraverso lo sgonfiamento del circolante dovuto alla minore attività di vendita; per i restanti EUR 46.350 spiazzando risorse da altre potenzialità.

La tipica impresa trevigiana di dimensioni più grandi ha invece mediamente *attinto* EUR 604.533 dal sistema bancario ai quali ha aggiunto EUR 309.679 derivanti dalla riduzione del circolante per gli stessi motivi di crisi nelle vendite. Complessivamente si sono quindi resi disponibili EUR 914.212.

Occorre anzitutto osservare che il rapporto fra il credito concesso mediamente all'impresa di più grandi dimensioni (EUR 604.533) e quello di cui si è chiesto il rientro all'impresa di più piccole dimensioni (EUR 78.294) è pari circa a 8:1, di fatto lo stesso rapporto che esiste nella numerosità di imprese appartenenti ai sottocampioni. Questo significa che nel corso del triennio il credito bancario si è riallocato per segmenti dimensionali delle imprese, ma non è probabilmente aumentato. Non è invece chiaro quale effetto di spiazzamento dinamico potrà derivare dal disimpiego delle somme (EUR 46.350) sottratte ad altri investimenti (quelli in capitale umano?) della piccola impresa. E parimenti non è chiaro se il flusso disponibile per le grandi imprese (EUR 914.212 in media) sia stato sufficiente a coprire i fabbisogni degli investimenti (quelli in capitale produttivo?) necessari alle altre.

La lettura di questi dati integrata con quelli relativi alla dinamica dell'indebitamento apre poi la strada ad ulteriori riflessioni. Le imprese di più grandi dimensioni hanno raccolto capitale di debito e contemporaneamente migliorato l'indebitamento grazie alla dinamica inattesa dei mezzi propri di bilancio. Le piccole imprese, invece, hanno patito una contrazione del capitale di rischio che non ha permesso loro di migliorare il proprio rapporto di indebitamento malgrado la poderosa manovra di rientro sul capitale di debito. Il motivo di questa evidenza è sia economico che tecnico-contabile: a livello economico, la specializzazione anche dimensionale nel coltivare forme specifiche di capitale è alla base di questa anomalia; a livello tecnico-contabile, l'impossibilità di iscrivere nel patrimonio il valore del capitale umano coltivato dalle imprese (quello che si è visto ne regge però la sopravvivenza) fa sì che le evidenze giochino loro contro. Anche gli aspetti finanziari richiedono quindi che si adotti un gioco cooperativo, basato sulla specializzazione funzionale degli intermediari (quelli che finanziano il circolante, quelli che finanziano il capitale sia esso produttivo e funzionale) e con nuovi strumenti: per sostenere la crescita attesa si dovranno finanziare aziende o complessi di cooperazione? Con quali modalità?

Questo porta a fare alcune riflessioni sul ruolo della finanza nei percorsi che potrebbero allontanarci dalla crisi ponendo la parola «the end» a questa esperienza. Così come Marx affermò che «l'unica cosa che so è che non sono marxista», l'exasperazione degli aspetti finanziari che ha permeato gli anni pre-crisi ci ha fatto trascurare molti aspetti della teoria della finanza che forse avrebbero permesso di attenuarne gli aspetti più distorsivi. E proprio per questo suggerisce di dire, almeno ad uno degli autori di questo lavoro, che «l'unica cosa che so è che non sono (più?) un esperto di finanza». Vanno allora considerati questi punti.

1. Il primo è che in finanza andrebbe inteso come «capitale» tutto ciò che possa produrre frutto: accanto al capitale produttivo (quello solitamente rappresentato nei bilanci aziendali) vi sono altre forme di capitale, come quello umano, quello culturale, quello infrastrutturale, quello sociale (non già nella accezione giuridica del termine, bensì in quella sociologica). Abbiamo commesso un errore: ci siamo focalizzati sulla gestione del solo capitale produttivo, dando per scontata l'efficienza e l'efficacia di tutti gli altri.

2. Il secondo è che la finanza ha affiancato al capitale in essere (*asset in place*), la sua rappresentazione attraverso diritti contingenti (*contingent claim*), solo per migliorarne la negoziabilità (è più facile consegnare un titolo rappresentativo che il capitale fisico). Abbiamo commesso una dimenticanza: già dal 1958 Franco Modigliani e Merton Miller ci avvisavano che il valore intrinseco degli strumenti finanziari (diritti contingenti) non poteva divergere da quello del capitale in essere, a meno di distorsioni di sistema.

3. Il terzo è che la finanza non ha solo obiettivi di efficienza (le operazioni devono costare poco) ma anche di efficacia (deve permettere di scambiare le molte forme di capitale). Abbiamo preso un abbaglio clamoroso: abbiamo confuso il valore del capitale con il suo prezzo, dimenticando che in mercati finanziari cosiddetti «incompleti» (non efficaci) ci sono capitali (come quello umano) che hanno valore (generano benessere anche economico) seppure senza avere un prezzo (specie dopo l'abolizione dello schiavismo).

4. Il quarto è che il valore di un capitale non dipende solo dall'aspetto quantitativo (il rendimento) che lo caratterizza, ma anche da quello qualitativo (il rischio). Abbiamo lavorato su un pregiudizio infondato, basato sulla confusione fra rischio e danno: la riduzione sistematica del rischio non è necessariamente «un bene», perché se arriva a snaturare

la formula sociale con cui si produce ricchezza (l'imprenditorialità) contribuisce comunque ad azzerare il valore.

5. Il quinto è che la finanza spiega bene come per suddividere il valore occorra prima crearlo. Troppo spesso ci siamo concentrati sulla sola suddivisione del valore, nell'ipotesi che questo fosse «dato» e che, quindi, il gioco fosse a somma zero. Se è vero che regole chiare sulla suddivisione del valore possono incidere sui processi di creazione del «nuovo» valore, l'esasperata focalizzazione sulla suddivisione ha spesso appannato l'evidenza che il valore... semplicemente non c'era!

Il nuovo patto che si chiede al territorio è quindi più esteso rispetto a quello che in passato ha portato alla creazione di un modello di impresa e di relazioni imprenditoriali vincenti (come nel caso dei distretti del Nord-Est). È un patto che richiede la partecipazione di tutti gli attori sociali, specie di quelli che - come Ca' Foscari e la Camera - si occupano di capitale culturale, ma anche di coloro che si occupano di capitale infrastrutturale e di capitale sociale, talvolta resi silenti dalle eccessive ristrettezze finanziarie. Occorre poi un sistema di monitoraggio sistematico che permetta la possibilità di effettuare comparazioni effettive capaci di dare informazioni non condizionate da pregiudizi di ogni specie. Occorre, infine, un nuovo patto finanziario locale che permetta di valorizzare tutte le forme di capitale dando la possibilità di cogliere tutte le opportunità di sviluppo e crescita del sistema. Ed occorre, in ultimo, una nuova cultura basata su una più sana capacità selettiva, che incentivi i talenti.

La presenza a Treviso di una comunità di aderenti intorno al Campus Universitario può essere il punto di partenza da cui muovere.

Appendice

Nell'appendice è presentata, sotto forma di tabella, l'analisi descritta nelle pagine precedenti, applicata ai bilanci aggregati di ogni singolo settore.

Nella lettura dei dati si troverà per alcuni valori la scritta «n.c.» poiché, sebbene sia possibile calcolarli, il risultato ottenuto è privo di significato economico. Di seguito alcuni casi:

- nel caso del grado di leva operativa, per alcuni settori non è stato possibile calcolarla poiché il reddito operativo è negativo;
- nel caso del grado di leva finanziaria, per alcuni settori non è stato possibile calcolarla poiché il reddito di competenza, reddito operativo meno oneri finanziari, è negativo;
- per quanto riguarda il valore del ROE, l'impossibilità di calcolarlo è dovuta al fatto che sia il patrimonio netto sia l'utile di esercizio sono negativi. In tal caso il loro quoziente sarebbe positivo.

I risultati presentati in questa appendice per il gruppo delle medie-grandi imprese possono differire da quelli riportati nella trattazione poiché questi ultimi sono stati calcolati su un campione di società omogeneo nel triennio del quale però non si hanno a disposizione i bilanci completi. Si è preferito quindi riportare i dati tratti dal campione originale in modo da garantire il pieno confronto con gli altri gruppi di imprese.

I dati presentati sono nostre elaborazioni su dati In.Balance.

Tabella A.1.
Settore manifatturiero
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	
Imposte sul reddito	
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
3.409	2.819	3.021	469	477	484	2.661	2.737	2.616	17.620	16.969	17.761
1.617	1.304	1.306	251	291	369	1.342	1.691	1.620	7.862	7.521	7.956
1.792	1.515	1.715	218	186	115	1.319	1.046	996	9.758	9.448	9.805
2.167	1.972	2.000	432	399	418	1.527	1.693	1.573	11.095	12.143	11.690
3.959	3.488	3.715	650	585	532	2.846	2.739	2.570	20.852	21.591	21.495
304	356	386	62	81	82	269	310	319	1.403	2.122	2.200
100	109	122	16	21	24	84	93	108	487	676	688
4.363	3.952	4.223	728	687	638	3.199	3.142	2.997	22.743	24.389	24.383
1.790	1.654	1.749	289	295	257	1.332	1.457	1.430	9.257	10.311	10.648
2.573	2.298	2.474	440	393	381	1.867	1.685	1.567	13.485	14.077	13.735
2.269	1.942	2.088	377	312	299	1.598	1.374	1.248	12.082	11.955	11.535
1,4	1,4	1,4	1,5	1,3	1,5	1,4	1,2	1,1	1,5	1,4	1,3
1,9	1,9	2	2,1	2	2,5	1,9	1,6	1,6	1,8	1,9	1,8
5,1%	3,4%	2,4%	4,1%	3,4%	2,7%	4,9%	3,8%	3,2%	5,3%	3,6%	2,6%
6.232	4.763	5.266	738	702	714	4.673	4.468	4.433	33.272	29.754	32.013
6.079	4.708	5.124	720	684	696	4.574	4.432	4.324	32.390	29.424	31.114
51	-32	53	3	4	4	30	-41	36	324	-215	367
103	87	88	14	14	14	68	78	71	565	545	533
5.980	4.695	5.040	723	721	717	4.523	4.402	4.275	31.756	29.154	30.375
3.218	2.269	2.685	286	258	273	2.206	1.941	2.052	18.118	15.184	17.405
1.398	1.079	1.150	190	182	182	1.059	1.062	1.008	7.324	6.456	6.739
-8	60	-28	-3	-1	-2	5	37	-32	-47	485	-158
67	65	61	13	17	14	60	70	58	311	330	322
1.556	1.291	1.397	251	246	247	1.343	1.358	1.347	7.566	7.298	7.704
181	158	154	45	47	42	180	188	165	752	731	724
908	797	813	160	170	168	853	918	863	4.176	4.160	4.133
467	335	430	46	28	38	310	252	319	2.639	2.407	2.848
214	267	204	31	48	40	160	185	161	1.123	1.807	1.209
252	69	225	15	-20	-2	150	67	158	1.516	600	1.639
-99	-42	-36	-14	-6	-9	-76	-54	-42	-515	-222	-165
-17	-3	-5	5	2	9	10	2	-2	-185	-52	-90
136	23	184	6	-24	-2	84	14	114	816	325	1.384
104	76	99	15	12	13	84	67	74	530	490	626
32	-53	86	-9	-35	-15	1	-52	40	286	-165	758
6,2	18,8	6,2	17,1	-12,5	-109,1	8,9	20,4	8,5	5	12,2	4,7
4,1	3,8	3,8	3	2,9	2,9	3,6	3,4	3,3	4,5	4,2	4,3
1,1	n.c.	0,4	n.c.	n.c.	n.c.	1,6	29,9	0,5	0,9	5,3	0,3
6,8	n.c.	2,2	n.c.	n.c.	n.c.	14,1	607,7	4	4,5	64,7	1,3
29,5%	32,2%	33,5%	30,3%	27,2%	16,4%	28,8%	23,6%	23,0%	30,1%	32,1%	31,5%
35,7%	41,9%	39,0%	60,0%	58,4%	60,0%	33,4%	38,2%	36,4%	34,3%	41,3%	37,6%
82,7%	76,8%	85,7%	50,4%	46,5%	27,4%	86,4%	61,8%	63,3%	87,9%	77,8%	83,9%
10,1	7,4	9,8	13,9	8,3	10,4	9,5	9,2	9,8	9,9	6,7	9,7
7,7%	7,1%	8,4%	6,4%	4,2%	5,4%	6,8%	5,7%	7,4%	8,1%	8,2%	9,2%
6,4%	2,0%	6,1%	2,3%	-3,4%	-0,4%	5,3%	2,4%	6,2%	7,3%	2,8%	7,6%
4,2%	1,5%	4,4%	2,0%	-2,9%	-0,3%	3,3%	1,5%	3,7%	4,7%	2,0%	5,3%
1,5	1,4	1,4	1,1	1,2	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	1,4	1,4
1,8%	-3,2%	4,9%	-2,9%	-11,7%	-5,9%	0,0%	-3,6%	2,8%	3,1%	-1,6%	7,1%

Tabella A.2.
Settore alimentare
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
	Imposte sul reddito
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
Intensità relativa (CCC vs CIMM)	
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
4.392	3.651	4.122	571	538	465	2.755	2.655	2.835	14.998	13.694	14.049
2.083	1.744	1.931	317	421	460	1.617	1.684	1.675	6.570	8.120	8.177
2.309	1.907	2.192	255	117	5	1.137	971	1.161	8.428	5.574	5.871
3.164	2.993	3.016	447	630	536	1.967	2.171	1.868	10.760	10.744	10.209
5.473	4.899	5.208	702	747	542	3.104	3.142	3.029	19.188	16.318	16.080
288	380	479	51	48	92	215	282	222	898	1.437	1.732
207	157	185	20	14	18	216	68	62	581	703	748
5.967	5.437	5.872	773	809	652	3.535	3.492	3.313	20.666	18.458	18.560
2.428	2.544	2.680	368	491	254	1.697	2.080	1.764	7.900	8.786	9.370
3.539	2.893	3.191	405	318	398	1.838	1.412	1.549	12.766	9.672	9.190
3.252	2.512	2.712	354	270	305	1.623	1.130	1.326	11.869	8.235	7.458
1,5	1,1	1,2	1,1	0,6	1,6	1,1	0,7	0,9	1,6	1,1	1
1,8	1,4	1,6	1,4	0,7	2,8	1,5	0,8	1	2	1,5	1,3
5,1%	3,4%	2,3%	4,2%	4,2%	2,3%	4,8%	3,9%	3,1%	5,3%	4,2%	2,8%
9.203	7.998	9.195	821	703	715	5.282	5.280	5.155	33.006	32.292	33.988
9.037	7.851	9.029	768	677	696	5.200	5.176	5.061	32.469	31.741	33.389
15	17	23	18	0	6	15	21	17	9	56	70
164	130	140	34	26	14	67	82	69	593	494	528
8.863	7.575	8.739	805	701	701	5.121	5.016	4.906	31.699	30.459	32.248
5.772	4.569	5.534	467	355	383	3.095	2.947	2.901	21.153	18.703	20.896
1.737	1.586	1.783	163	157	147	994	944	966	6.218	6.560	6.632
-42	75	-51	-20	5	-11	-16	40	-57	-132	324	-127
133	120	128	16	18	17	97	91	132	435	438	360
1.603	1.648	1.800	194	166	179	1.111	1.257	1.213	5.332	6.266	6.227
149	154	157	39	39	30	133	150	133	406	462	465
782	763	867	101	89	101	610	616	638	2.480	2.801	2.878
671	731	776	54	39	48	368	490	442	2.446	3.004	2.884
331	308	321	39	37	33	207	226	194	1.139	1.171	1.144
340	424	456	16	2	15	161	264	248	1.308	1.833	1.740
-151	-68	-64	-14	-13	-9	-81	-31	-44	-548	-284	-214
3	4	-5	-3	0	0	4	-18	-37	15	58	39
193	360	387	-1	-11	6	83	215	167	774	1.607	1.566
120	147	152	10	13	12	78	92	83	417	601	562
73	213	236	-11	-24	-6	6	123	84	357	1.007	1.003
4,7	3,9	4	12,5	98,8	12,2	6,9	4,8	4,9	4,1	3,4	3,6
6	5,1	5,3	4,2	4,3	4,1	5	4,3	4,4	6,6	5,4	5,7
1,1	0,3	0,2	n.c.	n.c.	1,6	1,2	0,3	0,2	1,1	0,3	0,2
5,3	1,2	0,8	n.c.	n.c.	20,1	8,4	1,2	1,2	4,3	1	0,6
25,5%	24,3%	24,3%	33,1%	17,3%	0,8%	21,9%	18,8%	22,9%	26,0%	17,6%	17,6%
35,0%	38,1%	33,4%	58,2%	93,1%	77,0%	37,8%	41,9%	36,9%	33,1%	33,8%	30,6%
73,0%	63,7%	72,7%	57,0%	18,6%	1,0%	57,8%	44,7%	62,1%	78,3%	51,9%	57,5%
9,6	9,7	9,4	11,5	17	16,1	9,5	9,6	9,6	9,5	9,2	8,9
7,4%	9,3%	8,6%	7,1%	5,7%	6,9%	7,1%	9,5%	8,7%	7,5%	9,5%	8,6%
6,2%	8,6%	8,7%	2,2%	0,2%	2,7%	5,2%	8,4%	8,2%	6,8%	11,2%	10,8%
3,8%	5,4%	5,0%	2,0%	0,2%	2,1%	3,1%	5,1%	4,9%	4,0%	5,8%	5,2%
1,7	1,6	1,7	1,1	0,9	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	1,9	2,1
3,0%	8,4%	8,8%	-3,0%	-5,0%	-2,4%	0,3%	5,9%	4,8%	6,6%	12,4%	12,7%

Tabella A.3.
Settore tessile-abbigliamento-calzature
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
Imposte sul reddito	
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
4.035	2.542	3.078	501	499	499	2.292	2.442	2.333	23.327	16.880	19.088
1.624	967	1.050	360	435	529	1.083	893	771	8.170	6.015	6.721
2.411	1.575	2.028	141	65	-30	1.209	1.549	1.562	15.157	10.865	12.367
1.730	1.219	1.156	311	313	279	912	814	723	9.718	8.528	7.018
4.142	2.793	3.185	452	377	249	2.121	2.363	2.285	24.875	19.393	19.384
201	195	274	64	83	80	289	274	360	644	759	1.152
69	71	177	26	32	31	41	53	67	321	384	1.245
4.412	3.059	3.637	542	492	360	2.451	2.690	2.712	25.840	20.536	21.781
1.487	911	1.155	8	7	-14	993	1.038	1.057	9.088	6.803	7.857
2.925	2.149	2.481	533	486	374	1.458	1.653	1.655	16.752	13.733	13.924
2.724	1.953	2.207	469	403	294	1.169	1.378	1.295	16.108	12.974	12.772
2	2,4	2,1	63,2	72,6	-26,5	1,5	1,6	1,6	1,8	2	1,8
2,4	3,3	3,5	-6,5	-4,5	-3	2,2	2,3	2,6	2,1	2,4	2,6
5,0%	3,3%	2,7%	3,2%	3,0%	3,4%	5,4%	3,0%	2,2%	5,1%	3,8%	3,2%
7.151	4.300	5.607	697	661	663	4.396	4.488	4.561	41.546	28.876	35.400
6.922	4.326	5.520	681	653	649	4.349	4.465	4.465	39.976	29.257	34.936
91	-103	0	2	-2	-3	-12	-43	28	691	-951	-52
141	80	85	13	13	15	56	67	68	879	570	516
6.935	4.226	5.451	686	687	696	4.257	4.399	4.355	40.246	28.156	34.315
3.506	2.105	2.894	216	208	218	1.785	1.832	1.959	21.655	15.891	19.881
2.071	1.192	1.513	234	219	217	1.370	1.521	1.448	11.691	7.030	8.841
14	22	-29	-5	-2	-3	17	-4	-52	94	260	-117
61	47	68	12	13	22	52	47	43	296	277	381
1.499	935	1.159	240	223	209	1.171	1.094	1.162	7.810	5.418	6.414
173	121	136	39	38	33	133	132	124	852	663	733
927	622	695	167	186	175	782	756	727	4.623	3.277	3.501
399	191	328	34	-1	1	257	205	311	2.335	1.478	2.180
184	117	172	23	25	34	118	116	104	1.035	758	1.094
215	74	156	11	-26	-33	138	89	206	1.300	720	1.085
-116	-52	-33	-14	-12	-12	-60	-40	-22	-680	-355	-179
-23	-73	-88	6	10	29	-52	9	-6	-99	-858	-927
76	-50	34	3	-28	-16	26	58	179	522	-493	-21
86	61	95	12	7	10	83	66	83	433	413	591
-10	-111	-61	-9	-35	-27	-57	-8	96	88	-906	-613
7	12,6	7,4	22,5	-8,7	-6,3	8,5	12,3	5,6	6	7,5	5,9
4,9	4,9	5	3	3	3,2	3,9	4,3	4	5,4	5,8	5,8
2,1	25,3	0,8	n.c.	n.c.	n.c.	1,3	1,3	0,2	2	2,5	0,7
14,8	319,2	5,7	n.c.	n.c.	n.c.	11,3	16	1,2	11,7	19	4,1
34,8%	36,4%	36,7%	20,7%	9,9%	-4,6%	27,8%	34,7%	35,0%	37,9%	37,1%	35,4%
25,0%	28,2%	20,9%	45,6%	47,8%	43,0%	21,0%	18,2%	16,2%	24,3%	29,2%	20,1%
139,3%	129,2%	175,4%	45,3%	20,7%	-10,8%	132,6%	190,3%	215,9%	156,0%	127,4%	176,2%
9,4	10,4	6,7	13,4	12,6	8,2	7,7	7	6,9	9,4	11,2	6,4
5,2%	2,6%	4,9%	2,4%	-6,8%	-13,4%	6,5%	3,8%	9,0%	5,2%	3,7%	5,6%
3,1%	1,7%	2,8%	1,6%	-3,9%	-5,1%	3,2%	2,0%	4,6%	3,3%	2,5%	3,1%
167,1%	154,9%	173,3%	150,8%	173,2%	260,7%	205,0%	189,0%	195,4%	160,7%	150,9%	180,2%
0,1	0	0,1	0	0	0	0,1	0	0,1	0,1	0,1	0,1
-0,7%	-12,1%	-5,2%	-85,3%	-402,2%	n.c.	-5,8%	-0,8%	9,1%	1,0%	-12,3%	-6,8%

Tabella A.4.
Settore della fabbricazione
di prodotti in gomma e plastica
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
	Imposte sul reddito
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
2.785	3.087	3.242	457	480	479	2.288	2.561	2.182	11.475	14.855	14.726
1.460	1.452	1.459	241	260	246	1.366	1.878	1.780	5.499	7.679	7.727
1.325	1.636	1.782	216	220	234	922	684	402	5.975	7.176	6.999
2.006	2.013	1.984	801	710	458	1.318	1.372	1.397	7.600	8.783	8.335
3.331	3.649	3.767	1.018	930	692	2.240	2.056	1.799	13.576	15.959	15.335
197	215	299	34	55	50	226	255	214	644	770	1.313
50	53	66	11	12	11	83	104	116	95	100	141
3.579	3.916	4.132	1.063	997	753	2.549	2.415	2.129	14.315	16.829	16.789
1.354	1.462	1.535	539	527	313	966	1.028	1.013	4.945	6.265	6.729
2.225	2.454	2.597	524	470	440	1.584	1.387	1.116	9.370	10.564	10.059
2.027	2.240	2.298	489	415	390	1.357	1.132	901	8.726	9.794	8.747
1,6	1,7	1,7	1	0,9	1,4	1,6	1,3	1,1	1,9	1,7	1,5
2	2,1	2,2	1,1	1	1,7	2,4	2,1	1,6	2,2	2	1,9
5,0%	2,9%	1,9%	5,8%	3,5%	2,1%	5,2%	4,0%	3,6%	4,8%	3,1%	2,0%
5.882	5.857	6.698	797	843	796	4.904	4.661	4.306	24.599	28.926	31.511
5.773	5.677	6.529	779	822	777	4.801	4.573	4.228	24.183	27.887	30.646
11	50	27	-5	2	4	54	-12	20	-45	390	119
98	132	142	23	19	14	49	105	58	460	649	746
5.667	5.621	6.402	780	813	759	4.762	4.590	4.127	23.564	27.466	30.101
3.232	2.951	3.681	329	328	344	2.519	2.295	2.173	14.310	15.080	18.046
1.113	1.197	1.292	194	209	188	994	902	829	4.351	5.885	5.962
-2	11	-63	3	1	-7	18	10	-31	-66	53	-318
58	70	60	13	17	13	55	71	43	211	286	257
1.481	1.628	1.728	258	288	258	1.319	1.383	1.292	5.794	7.622	7.563
206	200	192	51	58	43	199	226	172	717	716	733
843	947	1.001	146	161	146	810	897	796	3.150	4.250	4.294
432	480	534	61	69	68	310	260	325	1.927	2.656	2.537
217	244	238	44	39	31	167	190	147	892	1.196	1.127
215	236	296	16	30	37	142	70	178	1.035	1.460	1.410
-88	-36	-38	-3	27	-9	-71	-52	-38	-398	-257	-132
-7	48	-5	-27	5	3	8	7	13	16	319	-67
120	248	254	-14	62	31	79	25	154	653	1.522	1.210
88	105	99	15	17	18	77	54	70	353	578	434
32	143	154	-30	45	13	3	-29	84	300	943	776
6,9	6,9	5,8	16	9,6	6,9	9,3	19,7	7,2	5,6	5,2	5,4
4,1	3,7	4	3,1	3	3,1	3,8	3,5	3,4	4,4	3,8	4,3
1,1	0,4	0,2	n.c.	1,2	0,3	1,4	3,7	0,3	0,8	0,3	0,2
7,5	2,9	1,1	n.c.	11,6	2,4	12,8	72,6	2,1	4,3	1,5	0,9
23,0%	28,8%	27,3%	27,8%	26,8%	30,1%	19,2%	15,0%	9,5%	24,7%	25,7%	22,8%
34,8%	35,5%	30,4%	102,8%	86,4%	58,9%	27,5%	30,0%	33,0%	31,4%	31,5%	27,2%
66,0%	81,2%	89,8%	27,0%	31,0%	51,1%	69,9%	49,8%	28,8%	78,6%	81,7%	84,0%
9,3	8,3	8,3	18	18,1	14,9	7,9	7,2	9,5	8,5	7,3	7,4
7,5%	8,5%	8,2%	7,8%	8,4%	8,7%	6,5%	5,7%	7,7%	8,0%	9,5%	8,3%
6,5%	6,5%	7,9%	1,6%	3,2%	5,4%	6,4%	3,4%	9,9%	7,6%	9,1%	9,2%
3,7%	4,2%	4,5%	2,1%	3,7%	4,8%	3,0%	1,5%	4,2%	4,3%	5,2%	4,6%
1,7	1,6	1,7	0,8	0,9	1,1	2,1	2,2	2,4	1,8	1,7	2
2,3%	9,8%	10,0%	-5,5%	8,6%	4,1%	0,3%	-2,8%	8,3%	6,6%	15,8%	8,9%

Tabella A.5.
Settore della lavorazione
di minerali non metalliferi
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
Imposte sul reddito	
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
4.247	4.004	3.980	487	548	655	3.074	3.213	2.606	18.682	20.025	17.395
2.240	2.120	2.040	298	277	453	1.519	2.022	1.509	10.042	11.493	8.556
2.007	1.884	1.940	189	271	202	1.555	1.191	1.097	8.640	8.533	8.840
6.606	7.183	8.023	586	650	1.799	3.114	3.706	3.018	32.942	41.592	36.830
8.613	9.067	9.962	774	921	2.001	4.669	4.897	4.114	41.582	50.124	45.670
259	355	315	118	328	194	282	267	327	667	654	709
154	167	162	38	25	41	152	152	175	532	789	556
9.026	9.590	10.440	931	1.274	2.237	5.103	5.316	4.617	42.780	51.568	46.935
4.077	4.618	5.039	467	832	1.188	2.503	2.366	2.494	18.830	25.054	22.027
4.949	4.971	5.401	463	441	1.049	2.599	2.950	2.123	23.950	26.513	24.908
4.690	4.616	5.086	346	113	855	2.318	2.683	1.796	23.283	25.859	24.199
1,2	1,1	1,1	1	0,5	0,9	1	1,2	0,9	1,3	1,1	1,1
1,4	1,2	1,2	1,5	0,9	1,1	1,3	1,5	1,1	1,4	1,1	1,2
5,4%	3,2%	2,6%	5,2%	3,9%	1,8%	5,0%	3,1%	2,2%	5,5%	3,3%	2,8%
8.027	6.714	7.326	743	734	793	4.669	4.591	4.030	38.153	36.005	34.590
7.770	6.619	7.125	743	716	764	4.530	4.618	3.844	36.838	35.333	33.779
81	-85	19	-11	2	11	1	-173	47	537	-267	2
176	180	181	11	15	15	138	146	139	779	939	810
7.772	6.614	7.143	767	729	799	4.719	4.645	4.015	36.396	35.193	33.509
3.539	2.749	3.200	335	319	335	2.181	2.013	1.845	16.553	14.388	15.019
2.138	1.792	1.928	176	184	203	1.007	967	786	10.710	10.199	9.540
-16	67	-22	7	-3	2	7	53	-16	-138	389	-114
123	111	114	13	13	15	148	72	74	429	597	510
2.242	1.994	2.106	212	221	237	1.327	1.485	1.341	10.600	10.432	9.635
297	255	228	46	47	40	211	243	188	1.276	1.147	927
1.188	1.117	1.133	147	137	161	904	972	866	5.101	5.495	4.846
757	623	746	19	38	36	212	270	286	4.222	3.790	3.863
503	523	563	42	32	42	262	324	272	2.466	2.977	2.782
255	100	183	-23	5	-6	-50	-54	15	1.757	812	1.081
-211	-127	-105	-23	-14	-14	-106	-75	-36	-1.027	-705	-522
106	-2	49	36	7	2	155	-29	-2	233	18	284
149	-29	126	-10	-1	-18	-1	-157	-23	962	125	843
96	49	87	17	9	8	51	41	60	439	234	395
54	-78	40	-27	-10	-26	-51	-198	-82	523	-108	448
8,8	20	11,5	-9,1	42,5	-39,5	-26,4	-27,4	91,5	6	12,8	8,9
3,6	3,5	3,5	3,7	3,4	3,4	3,6	3,2	3	3,6	3,5	3,7
n.c.	n.c.	3,2	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	2,9	n.c.	1,8
n.c.	n.c.	37,1	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	17,8	n.c.	15,7
25,8%	28,5%	27,2%	25,4%	37,8%	26,4%	34,3%	25,8%	28,5%	23,5%	24,1%	26,2%
85,0%	108,5%	112,6%	78,8%	90,8%	235,4%	68,7%	80,3%	78,5%	89,4%	117,7%	109,0%
30,4%	26,2%	24,2%	32,3%	41,6%	11,2%	49,9%	32,1%	36,4%	26,2%	20,5%	24,0%
13,1	13,7	14,2	14	20,1	42,9	11,9	11,4	11,1	13,4	14	13,2
9,7%	9,4%	10,5%	2,5%	5,2%	4,7%	4,7%	5,9%	7,4%	11,5%	10,7%	11,4%
3,0%	1,1%	1,8%	-3,0%	0,6%	-0,3%	-1,1%	-1,1%	0,4%	4,2%	1,6%	2,4%
3,3%	1,5%	2,6%	-3,1%	0,7%	-0,8%	-1,1%	-1,2%	0,4%	4,8%	2,3%	3,2%
0,9	0,7	0,7	1	0,8	0,4	1	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7
1,2%	-1,7%	0,8%	-2,8%	-1,1%	-2,2%	-2,1%	-8,4%	-3,3%	2,5%	-0,5%	2,0%

Tabella A.6.
Settore metallurgico
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
	Imposte sul reddito
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
2.518	2.107	2.282	412	449	452	2.237	2.384	2.386	13.823	13.261	14.315
1.326	1.049	1.047	212	237	266	1.216	1.626	1.585	7.219	7.270	6.923
1.192	1.059	1.235	199	212	186	1.021	758	801	6.604	5.991	7.393
1.291	1.220	1.254	399	347	342	1.191	1.455	1.438	6.052	6.771	6.755
2.483	2.279	2.490	598	560	528	2.211	2.213	2.239	12.656	12.763	14.147
268	309	327	58	65	77	289	368	383	1.241	1.883	1.814
82	95	93	17	31	16	80	92	133	410	574	465
2.833	2.683	2.910	673	655	621	2.581	2.673	2.756	14.307	15.220	16.427
1.101	1.159	1.225	293	279	187	1.095	1.362	1.439	5.126	6.870	7.477
1.732	1.524	1.685	381	377	434	1.486	1.311	1.317	9.180	8.350	8.950
1.464	1.215	1.358	322	312	358	1.197	943	934	7.940	6.466	7.136
1,6	1,3	1,4	1,3	1,4	2,3	1,4	1	0,9	1,8	1,2	1,2
2,3	2	2,1	1,8	2,1	4,6	2	1,5	1,4	2,6	1,9	1,7
5,0%	3,3%	2,2%	4,5%	3,4%	2,1%	4,6%	3,9%	3,1%	5,4%	3,9%	2,3%
4.754	3.516	3.971	732	742	768	4.459	4.204	4.345	25.710	21.352	24.316
4.704	3.483	3.885	719	723	753	4.374	4.166	4.206	25.517	21.238	23.935
-9	-25	27	3	5	4	36	-27	52	-141	-236	91
59	56	60	11	14	10	47	62	87	334	350	290
4.582	3.413	3.762	707	741	742	4.225	4.097	4.132	25.022	20.516	22.870
2.430	1.530	1.933	247	228	248	1.956	1.607	1.820	14.831	10.804	13.802
966	775	781	190	192	197	983	1.008	968	4.729	4.197	4.035
2	38	-7	-5	-1	1	9	32	-15	71	351	-31
47	48	40	12	20	12	53	60	50	204	208	197
1.309	1.125	1.224	289	303	310	1.458	1.497	1.521	5.874	5.792	6.313
166	155	138	55	65	58	195	215	190	621	601	479
803	714	724	177	199	193	862	1.000	947	3.711	3.442	3.489
340	256	362	56	39	59	401	282	383	1.542	1.749	2.345
168	153	153	31	38	33	166	175	171	854	914	899
172	103	210	25	1	27	235	107	212	688	836	1.446
-66	-40	-26	-14	-11	-8	-47	-42	-27	-382	-248	-140
-85	17	5	4	2	6	-5	15	8	-797	131	-5
21	79	189	15	-8	24	183	79	193	-491	719	1.301
87	57	82	16	13	17	107	68	88	376	340	506
-66	22	107	0	-21	7	76	12	106	-867	380	795
7,6	11	5,8	11,5	516,8	11,7	6,2	14	7,2	8,5	6,9	4,4
3,8	3,2	3,3	2,6	2,5	2,5	3,1	2,9	2,9	4,6	3,8	4
1	1	0,2	2,2	n.c.	0,5	0,4	0,9	0,2	2,5	0,6	0,2
7,8	10,6	1,2	25	n.c.	6,3	2,5	12,8	1,7	21,5	4,4	0,7
25,3%	30,4%	31,8%	27,7%	29,4%	24,7%	23,3%	18,2%	19,1%	25,9%	28,2%	30,9%
27,4%	35,0%	32,3%	55,5%	48,0%	45,5%	27,2%	34,9%	34,2%	23,7%	31,9%	28,2%
92,3%	86,7%	98,5%	50,0%	61,2%	54,3%	85,7%	52,1%	55,7%	109,1%	88,5%	109,4%
7,7	8	8,2	12,7	9,1	10,5	7,2	8,3	8,4	7,1	7,4	7,5
7,2%	7,3%	9,3%	7,8%	5,3%	7,9%	9,2%	6,8%	9,1%	6,0%	8,2%	9,8%
6,9%	4,5%	8,4%	4,2%	0,1%	5,0%	10,6%	4,8%	9,5%	5,4%	6,5%	10,2%
3,7%	2,9%	5,4%	3,5%	0,1%	3,5%	5,4%	2,6%	5,1%	2,7%	3,9%	6,0%
1,9	1,5	1,6	1,2	1,3	1,4	2	1,9	1,9	2	1,7	1,7
-6,0%	1,9%	8,7%	-0,1%	-7,7%	3,7%	6,9%	0,9%	7,3%	5,4%	5,7%	9,7%

Tabella A.7.
Settore della fabbricazione
di apparecchiature elettriche
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
	Imposte sul reddito
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
2.616	2.314	2.115	461	567	503	2.385	2.810	2.018
1.127	892	756	210	254	263	1.334	1.956	1.575
1.489	1.422	1.359	251	313	241	1.051	854	443
830	908	1.006	373	266	302	899	1.190	1.139
2.319	2.331	2.364	625	579	543	1.950	2.044	1.582
323	448	499	53	55	81	299	343	325
33	88	111	8	12	20	50	47	33
2.675	2.868	2.974	686	647	644	2.300	2.434	1.940
1.567	1.625	1.771	313	321	286	973	1.247	1.190
1.109	1.243	1.203	373	326	358	1.327	1.188	750
785	794	705	320	270	277	1.028	845	425
0,7	0,8	0,7	1,2	1	1,2	1,4	1	0,6
0,9	1,1	1	1,5	1,3	1,9	2,1	1,4	0,9
5,4%	2,9%	1,9%	4,5%	3,9%	2,4%	4,9%	4,9%	3,2%
4.493	3.362	3.395	747	684	684	4.458	4.188	3.754
4.349	3.423	3.325	734	678	672	4.311	4.169	3.721
89	-98	35	-3	-2	6	83	-36	-7
54	37	36	17	10	7	61	54	40
4.162	3.122	3.127	751	701	699	4.199	4.132	3.583
2.296	1.522	1.667	311	262	300	2.047	1.834	1.815
932	730	763	200	175	169	901	866	740
-18	58	-32	-5	-5	-13	19	39	3
44	58	41	12	11	12	43	93	44
1.239	993	957	229	241	216	1.448	1.357	1.153
125	110	105	40	37	34	152	131	135
627	535	486	161	179	161	901	995	723
488	348	366	27	25	21	394	231	296
156	108	97	31	42	36	135	175	125
331	240	268	-3	-17	-15	259	56	171
-36	-28	9	-16	-12	-8	-55	-52	-19
3	4	-2	2	4	1	2	-14	-8
298	216	276	-17	-25	-22	206	-10	144
131	108	109	10	11	12	110	74	76
167	109	167	-28	-36	-34	97	-83	68
3,7	4,1	3,6	-67,7	-14,6	-14,8	5,6	24,2	6,7
3,7	3,6	3,6	3,3	2,9	3,2	3,1	3,2	3,4
0,2	0,2	0,1	n.c.	n.c.	n.c.	0,3	n.c.	0,2
0,8	0,7	0,3	n.c.	n.c.	n.c.	1,9	n.c.	1,1
34,2%	41,6%	40,9%	34,2%	46,2%	35,8%	24,4%	20,5%	11,9%
19,1%	26,5%	30,2%	50,9%	39,3%	44,9%	20,9%	28,5%	30,6%
179,4%	156,6%	135,1%	67,2%	117,6%	79,8%	116,8%	71,8%	38,9%
5,3	8,4	10,3	12,2	6,4	8,5	6,7	6,8	9,1
11,2%	10,2%	11,0%	3,7%	3,7%	3,1%	9,1%	5,5%	8,0%
14,3%	10,3%	11,3%	-0,5%	-2,9%	-2,7%	13,3%	2,7%	10,8%
7,6%	7,0%	8,1%	-0,5%	-2,4%	-2,2%	6,0%	1,3%	4,6%
1,9	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2	2,2	2	2,4
11,8%	6,6%	9,6%	-8,8%	-11,2%	-11,6%	9,9%	-6,7%	5,7%

Tabella A.8.
Settore della fabbricazione
di elettrodomestici
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
	Imposte sul reddito
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITÀ	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato

2008	2009	2010
6.508	6.657	6.836
3.098	2.793	2.857
3.411	3.863	3.979
5.878	5.860	6.241
9.288	9.724	10.220
1.521	685	365
301	759	411
11.110	11.168	10.996
4.114	4.471	4.150
6.996	6.697	6.846
5.476	6.012	6.481
1,7	1,5	1,6
3,1	2,2	2
4,4%	2,9%	2,6%
11.538	10.323	11.662
11.413	10.196	11.358
-68	-24	157
180	151	147
10.994	10.665	11.619
5.382	4.773	5.523
2.800	2.516	2.882
204	-60	-84
105	100	99
3.047	2.994	3.241
206	224	199
1.910	1.907	2.142
931	863	900
387	1.205	857
544	-342	43
-119	-44	70
-499	-25	-149
-73	-410	-36
80	154	182
-153	-565	-218
5,6	-8,8	75,7
3,9	3,6	3,7
1,3	n.c.	n.c.
7,4	n.c.	n.c.
29,9%	37,9%	35,0%
51,5%	57,5%	54,9%
58,0%	65,9%	63,8%
15,2	4,9	7,3
8,2%	8,5%	7,9%
5,9%	-3,5%	0,4%
4,8%	-3,4%	0,4%
1,2	1	1,1
-3,7%	-12,6%	-5,3%

Tabella A.9.
Settore della meccanica
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
	Imposte sul reddito
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
5.032	3.874	4.996	570	525	518	3.531	3.029	2.964	25.729	26.080	37.843
2.407	2.094	2.421	277	297	326	1.690	1.311	1.538	12.088	9.885	14.101
2.625	1.781	2.575	293	227	192	1.841	1.718	1.426	13.641	16.195	23.743
2.979	2.200	2.621	321	269	293	1.429	1.147	1.085	17.009	16.648	21.259
5.604	3.981	5.196	614	497	485	3.270	2.866	2.510	30.650	32.843	45.001
651	910	1.106	82	94	115	369	383	462	3.535	7.257	9.010
204	191	201	14	13	21	58	104	152	1.301	1.495	1.419
6.459	5.082	6.503	710	603	621	3.696	3.353	3.125	35.486	41.595	55.430
2.470	1.821	2.454	279	235	208	1.392	1.287	1.300	13.534	12.724	19.367
3.989	3.261	4.049	432	369	412	2.304	2.066	1.825	21.952	28.870	36.063
3.338	2.351	2.943	350	275	298	1.935	1.683	1.363	18.417	21.614	27.053
1,6	1,8	1,6	1,5	1,6	2	1,7	1,6	1,4	1,6	2,3	1,9
2,5	4,5	3,5	2,4	2,9	5,7	2,4	2,6	2,7	2,5	7,3	4
5,1%	4,6%	2,7%	3,4%	2,9%	2,1%	4,1%	3,5%	3,4%	5,5%	4,2%	2,4%
8.098	5.806	6.849	787	719	714	4.805	4.594	4.375	44.331	39.315	50.834
7.796	5.734	6.475	759	693	698	4.677	4.567	4.276	42.501	38.841	47.465
190	-37	274	9	9	0	45	-57	36	1.307	-252	2.655
112	109	99	19	14	17	83	89	58	524	725	713
7.562	6.128	6.340	752	712	700	4.655	4.461	4.198	40.889	42.903	46.339
4.347	2.684	3.478	325	287	291	2.496	1.973	2.027	24.351	18.883	26.864
1.627	1.166	1.247	189	168	165	957	967	902	8.800	7.626	8.705
-99	186	-21	-5	1	4	-50	83	-28	-544	1.579	-138
65	60	77	18	15	12	37	58	46	313	333	559
2.159	1.709	2.068	260	248	242	1.364	1.512	1.428	11.411	10.894	14.845
201	168	210	40	44	38	171	183	153	890	854	1.400
1.185	1.071	1.105	160	171	161	916	1.033	964	5.758	6.489	7.089
773	470	753	61	33	43	277	296	311	4.763	3.551	6.356
237	792	244	26	27	29	127	163	134	1.321	7.139	1.861
536	-322	509	35	6	14	150	133	177	3.442	-3.588	4.495
-111	-19	-40	-12	21	-4	-72	-57	-53	-595	-142	-201
8	9	15	2	-19	2	7	9	-1	31	176	135
433	-332	484	25	8	12	85	85	123	2.878	-3.554	4.428
214	120	214	20	17	18	80	95	94	1.287	799	1.756
219	-452	270	4	-9	-6	4	-10	29	1.591	-4.354	2.672
4	-5,3	4,1	7,4	40,2	17,6	9,1	11,3	8,1	3,3	-3	3,3
3,8	3,5	3,3	3	2,9	3	3,6	3,1	3,1	3,9	3,7	3,3
0,6	n.c.	0,3	0,7	n.c.	1,8	1,7	1,2	0,5	0,5	n.c.	0,2
2,5	n.c.	1,1	5,5	n.c.	31,2	15,1	13,1	4,4	1,8	n.c.	0,8
33,7%	31,1%	39,8%	38,6%	32,8%	27,6%	39,4%	37,6%	33,3%	32,1%	41,7%	50,0%
38,2%	38,4%	40,5%	42,2%	38,9%	42,0%	30,5%	25,1%	25,4%	40,0%	42,9%	44,8%
88,1%	80,9%	98,3%	91,4%	84,3%	65,7%	128,8%	149,8%	131,4%	80,2%	97,3%	111,7%
12,6	2,8	10,7	12,5	9,9	10,1	11,3	7,1	8,1	12,9	2,3	11,4
9,9%	8,2%	11,6%	8,0%	4,8%	6,1%	5,9%	6,5%	7,3%	11,2%	9,1%	13,4%
9,6%	-8,1%	9,8%	5,7%	1,2%	2,8%	4,6%	4,7%	7,0%	11,2%	-10,9%	10,0%
6,9%	-5,6%	7,9%	4,6%	0,9%	2,0%	3,2%	2,9%	4,1%	8,1%	-9,2%	9,5%
1,4	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,6	1,7	1,4	1,2	1,1
8,9%	-24,8%	11,0%	1,5%	-3,7%	-2,9%	0,3%	-0,8%	2,3%	11,6%	-39,4%	13,9%

Tabella A.10.
Settore del mobile
(valori medi per azienda
in migliaia di euro)

STATO PATRIMONIALE	CCLC
	PC presunte
	CCC
	CIMM
	CIN
	LIQ
	AA
	CIT

	MP
	PFTL
	PFTN
	Indebitamento totale
	Indebitamento industriale
Costo medio contabile del debito	
CONTO ECONOMICO	TOTALE VALORE PRODUZIONE
	Ricavi delle vendite
	Variazione rimanenze
	Altri ricavi
	TOTALE COSTI PRODUZIONE
	Acquisti di materie
	Servizi
	Variazione rimanenze
	Altri oneri di gestione
	<i>Margine di contribuzione</i>
	Godimento di beni di terzi
	Costi per il Personale
	<i>Margine operativo lordo</i>
	Ammortamenti e svalutazioni
	REDDITO OPERATIVO
	TOTALE GESTIONE FINANZIARIA
	TOTALE GESTIONE STRAORDINARIA
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
	Imposte sul reddito
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	
INDICATORI DI RISCHIO	GLO
	GLP
	GLF
	GLC

	Intensità di CCC
	Intensità di CIMM
	Intensità relativa (CCC vs CIMM)
Vita residua presunta dei cespiti	
INDICATORI DI REDDITIVITA'	MOL/F
	ROC (ROI finanziario)
	ROS
	Rotazione CIN
	ROE

Aggregato			Micro imprese			Piccole imprese			Medie-grandi imprese		
2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
3.635	3.167	3.107	535	483	486	2.845	2.993	3.051	13.835	14.319	13.692
1.792	1.461	1.354	245	253	268	1.359	1.623	1.709	6.839	6.934	6.748
1.844	1.706	1.753	291	230	217	1.486	1.370	1.342	6.996	7.385	6.944
2.139	1.992	1.911	370	330	285	1.919	2.051	2.020	7.477	8.460	8.120
3.983	3.698	3.664	661	560	502	3.405	3.421	3.362	14.473	15.845	15.064
286	358	295	44	54	59	206	240	245	1.125	1.884	1.358
75	84	76	8	13	17	65	79	71	283	377	325
4.344	4.140	4.035	712	626	578	3.676	3.741	3.678	15.881	18.106	16.747
2.017	1.845	1.713	296	219	208	1.540	1.659	1.565	7.760	8.818	8.109
2.328	2.295	2.322	416	407	370	2.136	2.082	2.113	8.121	9.288	8.638
2.041	1.936	2.027	372	354	311	1.930	1.841	1.868	6.996	7.404	7.280
1,2	1,2	1,4	1,4	1,9	1,8	1,4	1,3	1,4	1	1,1	1,1
1,4	1,6	1,7	1,7	2,7	2,8	1,7	1,6	1,7	1,3	1,4	1,3
5,2%	3,1%	2,2%	4,7%	3,7%	2,9%	5,3%	3,7%	2,9%	5,1%	3,0%	2,2%
7.084	5.700	5.576	747	679	709	4.796	4.644	4.934	29.355	28.490	26.578
6.956	5.639	5.433	735	660	689	4.708	4.601	4.821	28.820	28.216	25.862
26	-27	44	-1	4	6	18	-30	28	117	-141	242
103	90	97	13	17	14	70	76	81	418	415	474
6.868	5.600	5.496	760	704	719	4.731	4.669	4.902	28.188	27.560	26.011
3.491	2.666	2.697	300	266	284	2.190	2.020	2.302	15.017	13.931	13.296
1.728	1.379	1.387	195	171	179	1.181	1.161	1.187	7.100	6.762	6.702
-4	50	-43	-2	4	-2	9	33	-39	-38	280	-212
78	73	63	15	17	13	51	60	62	307	331	260
1.792	1.533	1.472	239	221	234	1.366	1.370	1.422	6.969	7.186	6.532
218	193	176	42	39	38	192	187	175	757	819	733
1.141	1.029	1.017	179	178	180	944	1.008	1.025	4.206	4.472	4.334
433	311	279	18	5	17	230	175	223	2.007	1.894	1.464
217	211	198	31	30	27	165	199	191	840	964	898
216	100	80	-13	-25	-11	65	-24	32	1.167	930	567
-104	-57	-39	-18	-15	-9	-103	-68	-57	-339	-197	-113
29	20	7	4	1	7	59	20	-15	35	96	60
142	63	48	-27	-39	-13	20	-73	-40	862	829	514
109	81	60	13	9	9	67	46	45	463	458	302
32	-18	-13	-41	-48	-23	-47	-118	-85	399	371	212
8,3	15,3	18,3	-18,9	-8,8	-22	21,1	-56,2	44,4	6	7,7	11,5
4,1	3,9	3,9	3,2	3,1	3,1	3,6	3,5	3,5	4,4	4,1	4,2
1,3	2,4	1,8	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	0,6	0,4	0,5
10,5	37	32,9	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	3,3	3,3	5,8
26,5%	30,2%	32,3%	39,5%	34,8%	31,5%	31,6%	29,8%	27,8%	24,3%	26,2%	26,8%
30,8%	35,3%	35,2%	50,3%	50,0%	41,4%	40,8%	44,6%	41,9%	25,9%	30,0%	31,4%
86,2%	85,6%	91,7%	78,5%	69,6%	76,2%	77,4%	66,8%	66,5%	93,6%	87,3%	85,5%
9,8	9,5	9,6	12	11,1	10,4	11,6	10,3	10,6	8,9	8,8	9
6,2%	5,5%	5,1%	2,5%	0,7%	2,4%	4,9%	3,8%	4,6%	7,0%	6,7%	5,7%
5,4%	2,7%	2,2%	-1,9%	-4,5%	-2,1%	1,9%	-0,7%	1,0%	8,1%	5,9%	3,8%
3,1%	1,8%	1,5%	-1,7%	-3,8%	-1,5%	1,4%	-0,5%	0,7%	4,0%	3,3%	2,2%
1,7	1,5	1,5	1,1	1,2	1,4	1,4	1,3	1,4	2	1,8	1,7
1,6%	-1,0%	-0,7%	-13,6%	-22,0%	-10,9%	-3,0%	-7,1%	-5,5%	6,5%	4,0%	5,0%

Glossario

AA	attività accessorie
CCC	capitale circolante commerciale
CCLC	capitale circolante lordo commerciale
CIMM	capitale immobilizzato
CIN	capitale investito netto
CIT	capitale investito totale
GLO	grado di leva operativa
GLF	grado di leva finanziaria
GLC	grado di leva combinata
GLP	grado di leva di prezzo
LIQ	liquidità
MOL/F	marginale operativo lordo su ricavi di vendita
MP	mezzi propri
PC	presunte passività correnti presunte
PFTL	posizione finanziaria-tributaria lorda
PFTN	posizione finanziaria-tributaria netta
ROC (<i>Return on capital</i>)	redditività del capitale investito
ROE (<i>Return on equity</i>)	redditività contabile del capitale di rischio
ROS (<i>Return on sales</i>)	redditività contabile delle vendite
WACC (<i>Weighted average cost of capital</i>)	costo opportunità del capitale investito

Gli autori

GUIDO MASSIMILIANO MANTOVANI è docente di finanza aziendale nell'Università Ca' Foscari dove dirige la Scuola di Ateneo per la formazione permanente (Ca' Foscari Challenge School), nonché Presidente del Network Hermes, il consorzio con sede a Strasburgo che riunisce sedici fra i più rinomati atenei europei. È *guest professor* di *Entrepreneurial finance* e *Corporate risk management* presso l'École de Management di Strasburgo ed ha esperienza didattica che si è estesa presso Harvard Summer School, University of Economics Prague, SDA Bocconi, nonché presso Eni Corporate University. Ha diretto fino al 2011 il CEG, il Centro Interdipartimentale dell'Università Ca' Foscari a Treviso su Cultura ed Economia della Globalizzazione.

ELISA DANIOTTI si occupa di finanza dei mercati e delle imprese nella sede trevigiana di SICRA-Group, il gruppo anglo-italo-svizzero di consulenza ed intermediazione finanziaria. Lavora anche nel *research-team* di «Progetto-0-9», il Centro di ricerche in campo finanziario della Fondazione Teofilo Intato, la *think-tank* di ricerca internazionale. Laureata e collaboratrice del Campus di Treviso di Ca' Foscari, ha iniziato a collaborare nel 2010 con la direzione del CEG, il Centro Interdipartimentale su Cultura ed Economia della Globalizzazione.

L'imprenditoria futura della Marca Trevigiana (e non solo) raccontata attraverso la lettura dei rendimenti e dei rischi riflessi nei bilanci delle aziende nel triennio 2008-2010.

Ne esce una visione innovativa: la moderna competizione impone funzioni imprenditoriali anche alle filiere, chiamandole ad organizzare i fattori della produzione, funzione un tempo riservata al solo imprenditore. Da qui deriva una nuova concezione della finanza e della dimensione aziendale basata sulla capacità di coltivare forme specifiche di capitale (compreso quello umano) avendo il coraggio di rischiare per produrre nuova ricchezza e sviluppo. Il focus finanziario si sposta dalla singola impresa all'intera filiera in cui è immersa: togliere risorse all'uno può significare azzoppare la competitività dell'altro. È questa la scoperta che lo scritto ci consegna, grazie ad un approccio che unisce i laboratori di ricerca con le realtà operative della società civile. Con la prospettiva di sviluppare una nuova finanza a supporto dell'imprenditorialità e della crescita economica.

La ricerca gode del contributo particolare della CCIAA di Treviso e della collaborazione attiva fornita della Fondazione Teofilo Intato.



**Edizioni
Ca' Foscari**