

13. Una fotografia dello stato di salute del settore manifatturiero trevigiano

di Elisa Daniotti e Guido Mantovani*

I risultati presentati in queste pagine sono frutto di una collaborazione fra il Campus di Treviso dell'Università Ca' Foscari e la Camera di Commercio di Treviso che ha fornito i bilanci analizzati estraendoli dalla banca-dati *In.balance* di Infocamere¹. Il lavoro si fonda sulla creazione di un unico bilancio aggregato costruito partendo dai circa 3.200 bilanci delle singole società e rappresentante il settore manifatturiero della provincia di Treviso. È necessario sottolineare che sono state incluse nell'analisi le società che hanno depositato il bilancio presso il Registro delle Imprese di Treviso nel triennio 2008-2010. Di conseguenza sono escluse tutte le società che: non hanno l'obbligo di deposito del bilancio (società di persone e le imprese individuali); hanno unità locali nella Marca ma sedi legali in altre provincie; sono soggette a procedura fallimentare. Questo influenza i risultati poiché riduce il contributo alla formazione del bilancio aggregato delle tante piccolissime imprese che operano nella Marca. Al fine di individuare eventuali differenze economico-patrimoniali, si è suddiviso il campione in tre sottogruppi rappresentanti la micro, piccola, media-grande impresa². Prendendo come anno di riferimento l'esercizio 2009, il campione è composto di 3.446 società di capitali per un monte totale dei ricavi di vendita pari a circa 16,2 miliardi di euro. Le micro imprese rappresentano ben il 60% del totale imprese in termini di teste, 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 medio-grandi imprese costituiscono solo il 10% del campione, ma concorrono alla formazione del 63% del fatturato.

L'analisi a livello aggregato è stata poi ripetuta a livello di singoli settori, considerando i nove comparti più rappresentativi, seguendo la classificazione Ateco 2007.

* Rispettivamente, ricercatrice della Fondazione Teofilo Intato e docente di Finanza Aziendale e Direttore della Challenge School, Università Ca' Foscari di Venezia.

1. I risultati presentati sono nostre elaborazioni su fonte *In.Balance*.

2. Il regolamento Ce n. 364 del 25 febbraio 2004 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. Le medie e grandi imprese sono state considerate insieme poiché il numero di società non era sufficiente a creare due campioni rappresentativi.

1. Il settore manifatturiero

L'obiettivo di questo lavoro è di dare una lettura in chiave finanziaria dei dati di bilancio attraverso la riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico per pertinenza gestionale, il cui scopo prioritario consiste nel ricondurre le poste di bilancio a ceppi decisionali omogenei (le aree di pertinenza, appunto) tipici della gestione aziendale. Le aree di pertinenza sono generalmente sei: la gestione operativa che raccoglie la gestione corrente e degli investimenti, la gestione finanziaria, tributaria, accessoria e dell'equity. L'analisi è stata svolta sui dati medi³ dei bilanci aggregati. Per questo motivo di seguito si farà riferimento all'impresa media trevigiana.

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), per il 39% da capitale fisso (Cimm) 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 totale (Cit) si è ridotto nel 2009 per effetto della riduzione del circolante e degli investimenti conseguenza del calo del fatturato. In particolare dal lato degli attivi correnti c'è stata una contrazione del 20% delle scorte di magazzino (-260 mila euro) e dei crediti a breve, -15% (-325 mila euro); dal lato dei passivi la contrazione è stata pari al 20% (-312 mila) 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 sostanziale⁶. 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

3. La numerosità del campione non è costante nel triennio per questo motivo si è scelto di lavorare su dati medi. Le imprese del manifatturiero sono pari a 3.266 nel 2008, 3.446 nel 2009 e 3.250 nel 2010.

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. In particolar modo risulta difficile quantificare l'ammontare dei debiti verso fornitori. Questa 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.

6. Da un'analisi condotta sull'economia trevigiana emerge che il flusso di cassa degli investimenti rispetto al fatturato mediamente attorno al 3-4%, presenta un valore massimo nel 2008 pari all'8%. Cfr. Gardenal G. (2011), *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi* in «I quaderni del CEG», Studio LT2, Venezia.

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 dalla Tabella 1, la struttura degli attivi non ha subito grandi variazioni nel corso del triennio.

Gli impieghi, sono finanziati per il 41% dai mezzi propri (Mp) e per il restante 59% con capitale di debito (Pfl)⁷. Tale proporzione è rimasta stabile nonostante il triennio della crisi sia stato caratterizzato da una stretta creditizia. Infatti, nel 2009 la Pfl 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 (+5,4%) 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. Questo trend è confermato anche dal rapporto d'indebitamento totale che è leggermente diminuito da 1,44 del 2008 a 1,41 del 2010.

La struttura degli attivi presenta delle differenze a livello dimensionale. Le micro imprese hanno ridotto in modo costante il valore degli attivi (-12,5% nel triennio), le piccole imprese sono riuscite a mantenerli stabili, mentre le medio-grandi imprese hanno aumentato il loro capitale investito totale del 7,2% (da 22,7 milioni nel 2008 a 24,3 milioni nel 2010). Non si rilevano invece 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 Pfl del 13,4% le prime e del 16% le seconde nel corso del triennio di analisi, mentre le medio-grandi imprese hanno ottenuto ulteriore credito nel 2009 (da 13,5 milioni a 14,1), restituendone una parte nel 2010 (Pfl 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%).

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 -22,5%. 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 +8,8%.

7. Si fa riferimento alla posizione finanziaria e tributaria lorda (Pfl) 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 descritti alla nota a piè di pagina numero 5.

Tab. 1 – Struttura patrimoniale e peso rispetto al Cit suddiviso per dimensione aziendale.

	2008		2009		2010	
	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%
<i>Totale imprese</i>						
Capitale circolante commerciale (Ccc)	1.792.140	41,1	1.515.175	38,3	1.714.567	40,6
Capitale immobilizzato (Cimm)	2.167.241	49,7	1.972.422	49,9	2.000.361	47,4
Capitale investito netto (Cin) (Ccc+Cimm)	3.959.381	90,8	3.487.596	88,2	3.714.928	88,0
Liquidità (Liq)	303.799	7,0	355.834	9,0	386.302	9,1
Attività accessorie (Aa)	99.509	2,3	108.816	2,8	122.024	2,9
Capitale investito totale (Cit) (Cin+Liq+Aa)	4.362.688	100,0	3.952.246	100,0	4.223.253	100,0
Mezzi propri (Mp)	1.789.949	41,0	1.654.184	41,9	1.749.085	41,4
Posizioni finanziarie e tributarie lorde (Pftl)	2.572.739	59,0	2.298.062	58,1	2.474.169	58,6
<i>Micro imprese</i>						
Capitale circolante commerciale (Ccc)	217.747	29,9	185.803	27,0	114.507	18,0
Capitale immobilizzato (Cimm)	431.807	59,3	399.180	58,1	417.937	65,5
Capitale investito netto (Cin) (Ccc+Cimm)	649.554	89,2	584.983	85,1	532.444	83,5
Liquidità (Liq)	62.366	8,6	81.160	11,8	81.604	12,8
Attività accessorie (Aa)	16.406	2,3	21.344	3,1	23.542	3,7
Capitale investito totale (Cit) (Cin+Liq+Aa)	728.327	100,0	687.487	100,0	637.590	100,0
Mezzi propri (Mp)	288.731	39,6	294.506	42,8	256.694	40,3
Posizioni finanziarie e tributarie lorde (Pftl)	439.596	60,4	392.982	57,2	380.895	59,7
<i>Piccole imprese</i>						
Capitale circolante commerciale (Ccc)	1.319.278	41,2	1.046.253	33,3	996.339	33,2
Capitale immobilizzato (Cimm)	1.526.717	47,7	1.692.645	53,9	1.573.387	52,5
Capitale investito netto (Cin) (Ccc+Cimm)	2.845.994	89,0	2.738.898	87,2	2.569.726	85,7
Liquidità (Liq)	268.649	8,4	310.125	9,9	318.931	10,6
Attività accessorie (Aa)	83.968	2,6	92.664	2,9	108.494	3,6
Capitale investito totale (Cit) (Cin+Liq+Aa)	3.198.611	100,0	3.141.688	100,0	2.997.152	100,0
Mezzi propri (Mp)	1.331.955	41,6	1.457.159	46,4	1.430.147	47,7
Posizioni finanziarie e tributarie lorde (Pftl)	1.866.656	58,4	1.684.529	53,6	1.567.004	52,3
<i>Medio-grandi imprese</i>						
Capitale circolante commerciale (Ccc)	9.757.653	42,9	9.447.974	38,7	9.804.981	40,2
Capitale immobilizzato (Cimm)	11.094.562	48,8	12.142.642	49,8	11.689.623	47,9
Capitale investito netto (Cin) (Ccc+Cimm)	20.852.215	91,7	21.590.616	88,5	21.494.604	88,2
Liquidità (Liq)	1.403.214	6,2	2.122.280	8,7	2.199.834	9,0
Attività accessorie (Aa)	487.149	2,1	675.946	2,8	688.203	2,8
Capitale investito totale (Cit) (Cin+Liq+Aa)	22.742.579	100,0	24.388.841	100,0	24.382.641	100,0
Mezzi propri (Mp)	9.257.334	40,7	10.311.388	42,3	10.647.586	43,7
Posizioni finanziarie e tributarie lorde (Pftl)	13.485.244	59,3	14.077.453	57,7	13.735.055	56,3

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 2 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 (-29,5%); riduzione favorita anche dalla caduta dei prezzi delle materie prime nei mercati internazionali dopo i picchi registrati nel 2008. I costi per i servizi sono diminuiti in modo proporzionale (-22,8%). La voce godimento beni di terzi, nella quale rientrano principalmente i canoni di leasing si è ridotta del 12,5% 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 dell'aziende⁸. Tale voce avendo un peso rilevante nella determinazione dei costi della produzione, pari al 16% circa, ha determinato la caduta del Mol.

La contrazione del reddito operativo è da imputarsi al costo degli investimenti, che aumenta per effetto delle svalutazioni delle immobilizzazioni, mentre gli ammortamenti diminuiscono⁹. Nell'anno della ripresa, il 2010, il Mol è rimbalzato a 429.783 euro medi per 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 5,4% nel 2008 a 3,4% nel 2009 (2,4% 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 mila 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

8. Nel 2009 le ore di Cig ogni mille 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 mille 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.

9. Tale dinamica deve essere considerata un fatto eccezionale poiché determinata principalmente 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 5,6%.

imposte rappresentano un vero e proprio costo fisso per le imprese a causa dell'ineducibilità di alcune voci, in particolar modo il costo del lavoro. Il conto economico si chiude con un utile medio di 31.726 euro nel 2008, una perdita di 53.497 euro nel 2009 e un utile in forte ripresa pari 84.647 euro nel 2010.

Tab. 2 – 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	-23,6	5.265.693	10,5
Ricavi vendite e prestazioni	6.078.661	4.708.277	-22,5	5.123.896	8,8
Variazioni rimanenze prodotti	33.276	-48.850	-246,8	16.688	134,2
Variazione lavori in corso su ordinazione	2.604	3.720	42,8	17.912	381,5
Incrementi di immobilizz. per lav. interni	15.017	13.392	-10,8	18.494	38,1
Altri ricavi	103.134	86.861	-15,8	87.702	1,0
Totale costi della produzione	5.979.664	4.694.566	-21,5	5.040.221	7,4
Acquisti di materie	3.217.843	2.269.131	-29,5	2.685.454	18,3
Servizi	1.398.147	1.079.099	-22,8	1.150.193	6,6
Variazione rimanenze materie prime	-7.505	59.775	896,4	-28.099	-147,0
Accantonamenti e oneri diversi di gestione	67.080	64.524	-3,8	61.241	-5,1
Margine di contribuzione	1.556.470	1.290.766	-17,1	1.396.904	8,2
Godimento di beni di terzi	181.134	158.475	-12,5	153.895	-2,9
Costi per il personale	908.466	796.888	-12,3	813.136	2,0
Margine operativo lordo	466.870	335.403	-28,2	429.873	28,2
Ammortamenti e svalutazioni	214.500	266.674	24,3	204.402	-23,4
Ammortamenti immateriali	46.931	44.141	-5,9	45.127	2,2
Ammortamenti materiali	142.148	134.430	-5,4	132.725	-1,3
Altre svalutazione immob.	1.548	67.560	4.263,5	7.862	-88,4
Svalutazione crediti e disp. liquide	22.506	19.950	-11,4	18.079	-9,4
Reddito operativo	252.371	68.729	-72,8	225.472	228,1
Totale prov. e oneri finanziari	-99.016	-42.381	57,2	-35.857	15,4
Proventi da partecipazioni	11.135	23.982	115,4	13.673	-43,0
Altri proventi finanziari	24.855	12.499	-49,7	10.673	-14,6
Interessi e altri oneri finanziari	132.298	78.362	-40,8	59.818	-23,7
Utile (perdita) su cambi	-2.709	-150	94,5	-142	5,2
Totale rettifiche att. finanz.	-5.562	-15.757	-183,3	-10.425	33,8
Rivalutazioni	5.189	3.693	-28,8	4.181	13,2
Svalutazioni	10.752	19.450	80,9	14.606	-24,9
Totale prov./oneri straord.	-11.907	12.371	203,9	5.142	-58,4
Risultato prima delle imposte	135.885	22.962	-83,1	184.332	702,8
Imposte sul reddito	104.159	76.459	-26,6	98.684	29,1
Utile/perdita di esercizio	31.726	-53.497	-268,6	85.647	260,1

Sul fronte dimensionale la caduta della domanda ha colpito in tempi diversi i tre gruppi d'impresе, 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'1,9%, 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 -3,9%. Tale dinamica non si è però riflessa nelle voci di reddito.

Nella Tabella 3 sono riportate le principali voci che costituiscono il conto economico rapportate al valore dei ricavi delle vendite (Rv), suddivisi nelle tre dimensioni di fatturato.

Tab. 3 – Conto economico riclassificato suddiviso per dimensione aziendale (valori percentuali ogni 100 euro di ricavi di vendita).

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	<i>Totale imprese</i>			<i>Micro imprese</i>		
Ricavi di vendita (base=100)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Costi variabili	74,4	72,6	72,7	65,1	64,1	64,5
Margine di contribuzione	25,6	27,4	27,3	34,9	35,9	35,5
Costo del lavoro	14,9	16,9	15,9	22,3	24,9	24,1
Altri costi fissi	3,0	3,4	3,0	6,2	6,9	6,0
Margine operativo lordo	7,7	7,1	8,4	6,4	4,2	5,4
Totale ammortamenti e svalutazioni	3,5	5,7	4,0	4,3	7,0	5,7
Reddito operativo	4,2	1,5	4,4	2,0	-2,9	-0,3
Oneri finanziari	2,2	1,7	1,2	2,5	2,0	1,5
Imposte	1,7	1,6	1,9	2,1	1,7	1,9
Utile netto	0,5	-1,1	1,7	-1,3	-5,2	-2,2
	<i>Piccole imprese</i>			<i>Medio-grandi imprese</i>		
Ricavi di vendita (base=100)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Costi variabili	70,6	69,4	68,8	76,6	75,2	75,2
Margine di contribuzione	29,4	30,6	31,2	23,4	24,8	24,8
Costo del lavoro	18,6	20,7	20,0	12,9	14,1	13,3
Altri costi fissi	3,9	4,3	3,8	2,3	2,5	2,3
Margine operativo lordo	6,8	5,7	7,4	8,1	8,2	9,2
Totale ammortamenti e svalutazioni	3,5	4,2	3,7	3,5	6,1	3,9
Reddito operativo	3,3	1,5	3,7	4,7	2,0	5,3
Oneri finanziari	2,0	1,5	1,2	2,2	1,7	1,1
Imposte	1,8	1,5	1,7	1,6	1,7	2,0
Utile netto	0,0	-1,2	0,9	0,9	-0,6	2,4

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 medio-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. 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.

Il conto economico riporta i risultati economici frutto delle decisioni prese dall'imprenditore, ma dice poco sui rischi derivanti da tali scelte. Le imprese, infatti, 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 danno vita al c.d. rischio aziendale. Dunque a fronte di stessi rischi, le aziende reagiscono in modo diverso perché differenti sono le combinazioni di questi elementi con gli altri fattori della produzione. La loro corretta gestione permette alle imprese di aumentare la redditività aziendale e di conseguenza il loro valore. Per questo motivo in questo paragrafo saranno prima presentate le misure più comuni dei rischi aziendali e in seguito la redditività prodotta.

Il primo indicatore di rischio legato alla gestione operativa è il c.d. 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 x 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 c.d. 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 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 ha fronte di una riduzione del prezzo dell'1%, l'impresa dovrebbe aumentare le quantità del 3% (3 x 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. 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 Tabella 4, le medio-grandi imprese patiscono un rischio maggiore perché presentano una struttura dei costi sbilanciata sui costi variabili.

Tab. 4 – Valori delle leve per dimensione aziendale.

	Grado di leva operativa (Glo)			Grado di leva di prezzo (Glp)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Totale imprese	6,2	18,8	6,2	4,1	3,8	3,8
Micro imprese	17,1	n.c.	n.c.	3,0	2,9	2,9
Piccole imprese	8,9	20,4	8,5	3,6	3,4	3,3
Medio-grandi imprese	5,0	12,2	4,7	4,5	4,2	4,3

Nell'analisi dei rischi legati alla gestione corrente e operativa troviamo accanto le leve gli indicatori di intensità di capitale investito rispetto al fatturato impiegato. Una prima misura è l'intensità di 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%. Dalla Tabella 5 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. L'indice si riduce in modo netto per le imprese di dimensioni più piccole, maggiormente colpite dal *credit crunch*, mentre aumenta per le medio-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 mila euro si dovrebbero richiedere risorse per ulteriori 84 mila 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 comparato 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.

Tab. 5 – Valori delle intensità di capitale e della vita residua dei cespiti per dimensione aziendale.

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	<i>Intensità di circolante (Ccc/F; %)</i>			<i>Intensità di capitale fisso (Cimm/F; %)</i>		
Totale imprese	29,8	29,3	28,1	35,7	41,9	39,0
Micro imprese	30,3	27,2	16,4	60,0	58,4	60,0
Piccole imprese	28,8	23,6	23,0	33,4	38,2	36,4
Medio-grandi imprese	30,1	32,1	31,5	34,3	41,3	37,6
	<i>Intensità relativa (Ccc/Cimm; %)</i>			<i>Vita residua dei cespiti (v.a.)</i>		
Totale imprese	83,6	69,9	72,0	10	7	10
Micro imprese	50,4	46,5	27,4	14	8	10
Piccole imprese	86,4	61,8	63,3	10	9	10
Medio-grandi imprese	87,9	77,8	83,9	10	7	10

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 avrà 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 R&S, 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 $1 - \text{costi operativi monetari/ricavi di vendita}$. 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 7,7%, un valore soddisfacente se si considera che la crisi aveva già mostrato i suoi primi effetti, si è ridotto leggermente nel 2009 a 7,1% per poi risalire a 8,4%, 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 6,4% crolla a 1,9% nel 2009 per poi risalire a 6,1% 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 medio-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 c.d. Ros, cioè quanto 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 1,8%, negativa nel 2009 (-3,2%) e in netta ripresa nel 2010, 4,9%. La situazione più preoccupante è quella delle micro imprese con una redditività negativa anche nel 2010 segnale di una realtà imprenditoriale in forte difficoltà.

Tab. 6 – Valori degli indicatori di redditività per dimensione aziendale.

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	<i>Totale imprese</i>			<i>Micro imprese</i>		
Mol/F (%)	7,7	7,1	8,4	6,4	4,2	5,4
Roc (%)	6,4	2,0	6,1	2,3	-3,4	-0,4
Ros (%)	4,2	1,5	4,4	2,0	-2,9	-0,3
Rotazione Cin	1,54	1,35	1,38	1,11	1,17	1,31
Roe (%)	1,8	-3,2	4,9	-2,9	-11,7	-5,9
	<i>Piccole imprese</i>			<i>Medio-grandi imprese</i>		
Mol/F (%)	6,8	5,7	7,4	8,1	8,2	9,2
Roc (%)	5,3	2,4	6,2	7,3	2,8	7,6
Ros (%)	3,3	1,5	3,7	4,7	2,0	5,3
Rotazione Cin	1,61	1,62	1,68	1,55	1,36	1,45
Roe (%)	0,0	-3,6	2,8	3,1	-1,6	7,1

2. Confronto fra i 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 reazione 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 metalliferi¹⁰ (comparto legato all'edilizia), la metallurgia, la fabbricazione di apparecchiature elettriche, il settore degli elettrodomestici, la meccanica ed infine il comparto del mobile¹¹.

Osservando la Tabella 7 si nota che per la maggior parte dei settori il circolante rappresenta circa il 40% del capitale investito totale, 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 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 aziendale¹², 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 del 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 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 Pfl rappresenta il 68% del Cit. Il settore è maggiormente esposto nei confronti delle banche per la necessità di coprire le esigenze del

10. 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.

11. La suddivisione dimensionale fra micro, piccole e medio-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.

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

circolante. Inoltre il patrimonio netto è progressivamente diminuito a causa della capitalizzazione delle perdite d'esercizio

- l'industria delle fabbricazione di apparecchiature elettriche: la Pfl pesa solo per il 40%. Il settore è quindi sano e patrimonializzato.

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, pre-esistente, non è stato sufficiente a coprire le perdite subite nel triennio.

Tab. 7 – Peso degli aggregati di stato patrimoniale per settore e dimensione aziendale (valori medi del triennio).

	<i>Ccc</i>	<i>Cimm</i>	<i>Liq+Aa</i>	<i>Pfl</i>	<i>Mp</i>	<i>Ccc</i>	<i>Cimm</i>	<i>Liq+Aa</i>	<i>Pfl</i>	<i>Mp</i>
	<i>Totale imprese</i>					<i>Micro imprese</i>				
Alimentare	37,1	53,1	9,8	55,7	44,3	16,9	72,2	11,0	50,2	49,8
Tac	53,9	36,8	9,4	68,0	32,0	12,5	64,5	23,0	99,6	0,4
Gomma e plastica	40,8	51,6	7,6	62,6	37,4	23,8	69,8	6,4	51,0	49,0
Minerali non metalliferi	19,6	73,3	7,2	52,8	47,2	11,8	54,0	34,2	44,7	55,3
Metallurgia	41,3	44,6	14,1	58,6	41,4	30,5	55,6	13,8	61,1	38,9
Appar. elettriche	51,6	32,5	15,8	39,9	60,1	40,4	47,2	12,3	53,4	46,6
Elettrodomestici	43,7	44,2	12,0	63,5	36,5	-	-	-	-	-
Meccanica	38,7	43,2	18,1	62,6	37,4	36,6	45,4	18,0	62,7	37,3
Mobile	42,3	48,2	9,4	55,5	44,5	38,3	51,2	10,5	62,3	37,7
Manifatturiero	39,9	48,8	11,4	58,6	41,4	24,2	58,3	17,5	59,1	40,9
	<i>Piccole imprese</i>					<i>Medio-grandi imprese</i>				
Alimentare	31,6	58,1	10,3	46,4	53,6	34,7	55,7	9,6	53,3	46,7
Tac	55,0	31,2	13,8	60,7	39,3	54,9	40,2	4,8	66,3	33,7
Gomma e plastica	28,3	57,6	14,1	57,6	42,4	41,7	52,2	6,0	65,7	34,3
Minerali non metalliferi	25,5	65,4	9,1	51,0	49,0	18,9	78,2	2,9	54,0	46,0
Metallurgia	32,2	50,9	16,9	51,4	48,6	44,2	41,4	14,4	55,6	44,4
Appar. elettriche	35,2	48,4	16,5	48,9	51,1	-	-	-	-	-
Elettrodomestici	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Meccanica	49,0	36,0	15,0	60,9	39,1	40,6	42,1	17,3	64,8	35,2
Mobile	37,8	53,9	8,2	57,1	42,9	38,5	49,8	11,6	49,2	50,8
Manifatturiero	36,0	51,3	12,7	54,8	45,2	40,5	48,8	10,7	57,7	42,3

Dal punto di vista del conto economico, 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:

- 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 aziendale, 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 medio-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 i tre anni di analisi, mentre il settore del mobile chiude in sostanziale pareggio nel 2008 e in lieve perdita nel 2009 e 2010
- 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 degli utili e nel 2009 registra solo una caduta, rimanendo però positivo.

Tab. 8 – Dinamica del reddito operativo per settore e dimensione aziendale (2008=100).

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	<i>Totale imprese</i>			<i>Micro imprese</i>		
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
Appar. 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
	<i>Piccole imprese</i>			<i>Medio-grandi imprese</i>		
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
Appar. 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

Nota: valori negativi indicano un reddito operativo minore di zero.

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

Sul fronte dei rischi, 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 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, dato la relazione inversa che lega prezzi e quantità, mentre in questo caso sono entrambi elevati e in crescita.

Tab. 9 – Dinamica dell'utile netto per settore e dimensione aziendale (2008=100).

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	Totale imprese			Micro imprese		
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
Appar. 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			Medio-grandi imprese		
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
Appar. 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

Nota: valori negativi indicano un utile netto minore di zero.

Tab. 10 – Valori delle leve per settore e dimensione aziendale (valori medi del triennio).

	Grado di leva operativa (Glo)				Grado di leva di prezzo (Glp)			
	Totale imprese	Micro imprese	Piccole imprese	Medio-grandi imprese	Totale imprese	Micro imprese	Piccole imprese	Medio-grandi imprese
Alimentare	4,18	41,16	5,52	3,61	5,47	4,17	4,57	5,72
Tac	9,01	2,50	8,79	5,81	4,95	3,08	4,08	5,73
Gomma e plastica	6,54	10,84	12,06	4,97	3,91	3,08	3,56	4,20
Minerali non metalliferi	13,45	-2,02	12,56	9,44	3,54	3,47	3,26	3,58
Metallurgia	8,14	179,99	9,12	5,60	3,43	2,52	2,96	4,08
Appar. elettriche	3,79	-32,34	12,16	-	3,60	3,17	3,22	-
Elettrodomestici	5,15	-	-	-	3,68	-	-	-
Meccanica	0,93	21,74	9,50	1,24	3,52	2,98	3,28	3,73
Mobile	13,95	-16,57	3,12	7,02	3,94	3,12	3,55	4,24
Manifatturiero	10,38	-34,82	12,61	7,29	3,93	2,93	3,44	4,34

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

Tab. 11 – Valori delle intensità di capitale e della vita residua dei cespiti per settore e dimensione aziendale (valori medi del triennio).

	Totale imprese	Micro imprese	Piccole imprese	Medio-grandi imprese	Totale imprese	Micro imprese	Piccole imprese	Medio-grandi imprese
	Intensità di circolante (Ccc/F; %)				Intensità di capitale fisso (Cimm/F; %)			
Alimentare	24,2	17,1	21,2	25,2	35,5	35,5	38,9	31,7
Tac	34,7	8,6	32,5	38,3	24,7	24,7	18,5	26,0
Gomma e plastica	23,6	28,2	14,6	26,5	33,5	33,5	30,2	32,9
Minerali non metalliferi	29,9	29,9	29,5	30,0	102,1	102,1	75,8	107,6
Metallurgia	31,7	27,3	20,2	39,5	31,6	31,6	32,1	28,0
Appar. elettriche	24,5	38,7	18,9	-	24,3	24,3	26,7	-
Elettrodomestici	39,8	-	-	-	40,9	40,9	-	-
Meccanica	52,2	33,0	36,8	57,9	39,0	39,0	27,0	41,1
Mobile	29,2	35,3	29,7	28,6	33,8	33,8	42,4	28,4
Manifatturiero	29,1	24,6	25,2	31,2	38,9	38,9	36,0	37,7
	Intensità relativa (Ccc/Cimm; %)				Vita residua dei cespiti			
Alimentare	68,3	25,5	54,9	79,5	10	15	10	9
Tac	142,3	18,4	179,6	151,9	9	11	7	9
Gomma e plastica	70,6	36,3	49,5	81,1	9	17	8	8
Minerali non metalliferi	29,5	28,4	39,5	27,9	14	26	11	14
Metallurgia	101,2	55,1	64,5	141,7	8	11	8	7
Appar. elettriche	106,8	88,2	75,8	-	7	9	8	-
Elettrodomestici	98,0	-	-	-	9	-	-	-
Meccanica	133,6	80,5	136,7	140,9	9	11	9	8
Mobile	86,5	74,8	70,2	100,6	10	11	11	9
Manifatturiero	75,1	41,5	70,5	83,2	9	11	9	9

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 sono valori più bassi d'intensità relativa per le micro imprese, 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 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 5,2%) con una contrazione al 4,7% nel 2010. Le grandi imprese hanno invece una redditività costante attorno all'11%.

Tab. 12 – Valori percentuali del Mol/F per settore e dimensione aziendale.

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	<i>Totale imprese</i>			<i>Micro imprese</i>		
Alimentare	7,4	9,3	8,6	7,1	5,7	6,9
Tac	5,8	4,4	5,9	5,0	-0,1	0,1
Gomma e plastica	7,5	8,5	8,2	7,8	8,4	8,7
Minerali non metalliferi	9,7	9,4	10,5	2,5	5,2	4,7
Metallurgia	7,2	7,3	9,3	7,8	5,3	7,9
Appar. elettriche	11,6	10,9	10,6	3,7	3,7	3,1
Elettrodomestici	10,1	9,7	10,2	-	-	-
Meccanica	9,9	8,2	11,6	8,0	4,8	6,1
Mobile	6,2	5,5	5,1	2,5	0,7	2,4
Manifatturiero	7,7	7,1	8,4	6,4	4,2	5,4
	<i>Piccole imprese</i>			<i>Medio-grandi imprese</i>		
Alimentare	7,1	9,5	8,7	8,4	9,7	8,6
Tac	5,9	4,6	7,0	5,9	5,5	6,5
Gomma e plastica	6,5	5,7	7,7	8,3	11,6	8,1
Minerali non metalliferi	4,7	5,9	7,4	11,2	11,0	11,7
Metallurgia	9,2	10,5	9,9	7,4	8,5	9,7
Appar. elettriche	9,1	5,5	8,0	-	-	-
Elettrodomestici	-	-	-	-	-	-
Meccanica	5,9	6,5	7,3	11,5	9,5	13,2
Mobile	4,9	3,8	4,6	7,2	6,8	6,5
Manifatturiero	6,8	5,7	7,4	8,1	8,2	9,2

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.

Tab. 13 – Valori percentuali del Roc per settore e dimensione aziendale.

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	<i>Totale imprese</i>			<i>Micro imprese</i>		
Alimentare	6,2	8,6	8,7	2,2	0,2	2,7
Tac	5,2	2,6	4,9	2,4	-6,8	-13,4
Gomma e plastica	6,5	6,5	7,9	1,6	3,2	5,4
Minerali non metalliferi	3,0	1,1	1,8	-3,0	0,6	-0,3
Metallurgia	6,9	4,5	8,4	4,2	0,1	5,0
Appar. elettriche	14,7	10,6	11,9	-0,5	-2,9	-2,7
Elettrodomestici	8,8	5,4	7,3	-	-	-
Meccanica	9,6	-8,1	9,8	5,7	1,2	2,8
Mobile	5,4	2,7	2,2	-1,9	-4,5	-2,1
Manifatturiero	6,4	2,0	6,1	2,3	-3,4	-0,4
	<i>Piccole imprese</i>			<i>Medio-grandi imprese</i>		
Alimentare	5,2	8,4	8,2	7,5	10,5	9,4
Tac	6,5	3,8	9,0	4,9	3,9	6,6
Gomma e plastica	6,4	3,4	9,9	7,5	11,4	7,3
Minerali non metalliferi	-1,1	-1,1	0,4	4,0	1,5	2,3
Metallurgia	10,6	4,8	9,5	7,3	5,4	8,3
Appar. elettriche	13,3	2,7	10,8	-	-	-
Elettrodomestici	-	-	-	-	-	-
Meccanica	4,6	4,7	7,0	9,9	-9,8	8,2
Mobile	1,9	-0,7	1,0	8,5	5,2	5,5
Manifatturiero	5,3	2,4	6,2	7,3	2,8	7,6

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 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 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 14.

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, si riduce la redditività a prescindere dagli effetti della recessione (ad esempio le micro imprese del settore gomma e plastica hanno un Roe inferiore a quello delle medio-grandi imprese del mobile). La classificazione settoriale fine a se stessa appare dunque superata: il successo di un'impresa non dipende solo da cosa fa, ma da come sa fare impresa ovvero dal suo livello d'internazionalizzazione, dall'innovazione contenuta nei suoi prodotti, dalla sua capacità di competere nei mercati globali, dal grado d'integrazione nella filiera, dalle sue competenze nella gestione dei rischi.

Tab. 14 – Valori percentuali del Roe per settore e dimensione aziendale.

	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	<i>Totale imprese</i>			<i>Micro imprese</i>		
Alimentare	3,0	8,4	8,8	-3,0	-5,0	-2,4
Tac	-0,7	-12,1	-5,2	-85,3	-402,2	n.c.
Gomma e plastica	2,3	9,8	10,0	-5,5	8,6	4,1
Minerali non metalliferi	1,2	-1,7	0,8	-2,8	-1,1	-2,2
Metallurgia	-6,0	1,9	8,7	-0,1	-7,7	3,7
Appar. elettriche	11,8	6,6	9,6	-8,8	-11,2	-11,6
Elettrodomestici	-0,9	4,9	7,9	-	-	-
Meccanica	8,9	-24,8	11,0	1,5	-3,7	-2,9
Mobile	1,6	-1,0	-0,7	-13,6	-22,0	-10,9
Manifatturiero	1,8	-3,2	4,9	-2,9	-11,7	-5,9
	<i>Piccole imprese</i>			<i>Medio-grandi imprese</i>		
Alimentare	0,3	5,9	4,8	6,6	12,4	12,7
Tac	-5,8	-0,8	9,1	1,0	-12,3	-6,8
Gomma e plastica	0,3	-2,8	8,3	6,6	15,8	8,9
Minerali non metalliferi	-2,1	-8,4	-3,3	2,5	-0,5	2,0
Metallurgia	6,9	0,9	7,3	5,4	5,7	9,7
Appar. elettriche	9,9	-6,7	5,7	-	-	-
Elettrodomestici	-	-	-	-	-	-
Meccanica	0,3	-0,8	2,3	11,6	-39,4	13,9
Mobile	-3,0	-7,1	-5,5	6,5	4,0	5,0
Manifatturiero	0,0	-3,6	2,8	3,1	-1,6	7,1

3. Conclusioni

La fotografia descritta in queste pagine mostra una crisi con l'“effetto eco”: a una prima crisi finanziaria ha fatto seguito una recessione globale a cui è poi seguita la difficile situazione europea. Il settore manifatturiero trevigiano ha retto alla crisi economica grazie ad una manutenzione di carattere ordinario che, attraverso la revisione dei costi, ha permesso di arginare gli effetti della crisi al solo esercizio 2009 e di chiudere l'esercizio 2010 in modo migliore rispetto al 2008. La reazione agli eventi è avvenuta in modo scomposto: la situazione del manifatturiero nel suo complesso non mostra le difficoltà vissute dalle imprese più piccole sulle quali sono stati traslati i problemi delle più grandi. È necessario dunque siglare un nuovo patto per lo sviluppo del territorio che, grazie a una manutenzione straordinaria, porti gli attori economici a specializzarsi in ciò che sanno fare meglio, passando così da una classificazione dimensionale ad una per specializzazione funzionale. La realtà trevigiana mostra, infatti, le imprese più piccole maggiormente esposte sul fronte del capitale umano, mentre quelle più grandi più sbilanciate nella gestione del capitale fisso. È importante che le prime prendano consapevolezza del fatto che il costo del lavoro più alto da loro sostenuto non è un limite bensì una ricchezza. Solo coltivando questa preziosa risorsa e mettendola in sinergia con gli altri elementi del patto territoriale riusciranno a riprendere la strada della crescita. In cambio le grandi imprese dovranno farsi carico dello sviluppo del capitale fisso, perché grazie alle loro dimensioni sono capaci di gestirlo in modo più efficiente e proficuo. Il problema non è, infatti, essere grandi o piccoli ma capaci, o meno, di gestire specifiche forme di accumulo di capitale (umano verso produttivo) e di rischio (di prezzo verso di quantità). Tutto ciò non è però sufficiente. L'impegno profuso dai soggetti economici privati dovrà essere accompagnato da una specializzazione della pubblica amministrazione nel capitale infrastrutturale che stimoli la crescita e permetta alle imprese di farsi trovare pronte ad affrontare le nuove sfide globali.