



Corso di Laurea magistrale

in Amministrazione, Finanza e Controllo [EM4]

Tesi di Laurea

PFN attiva: i suoi vantaggi nelle imprese moderne

Relatore

Ch. Prof. Stefano Giorgio Bertinetti

Laureando

Enrico Antiga

Matricola 846537

Anno Accademico

2017/2018

“Iter imperfectum erit si in media parte aut citra petitum locum steteris: vita non est imperfecta si honesta est; ubicumque desines, si bene desines, tota est”

“un viaggio è incompiuto se ci si ferma a mezza strada o prima del punto stabilito; la vita non è incompiuta, se è virtuosa. Dovunque la concludi, se la concludi bene, è completa”.

Lucio Anneo Seneca, lettere morali a Lucilio

Sommario

Introduzione.....	V
Capitolo 1: corporate finance review	1
1.1 Introduzione.....	1
1.2 Modigliani Miller: l'indifferenza della struttura finanziaria	6
1.3 La teoria del trade-off.....	11
1.4 I costi di agenzia.....	14
1.5 La teoria dei segnali.....	19
1.6 La teoria della pecking order theory (POT).....	20
1.7 La teoria del Market timing.....	23
1.8 Tendenze dei tempi recenti e conclusioni	25
Capitolo 2: analisi campionaria.....	31
2.1 Introduzione	31
2.2 Dimensione geografica del fenomeno e settori di appartenenza.	32
2.2.1 Veneto.....	32
2.2.2 Italia.....	35
2.3 Analisi per settore	59
2.3.1 Abbigliamento	60
2.3.2 Bevande alcoliche e analcoliche	63
2.3.3 Caseario	66
2.3.4 Conserviero	67
2.3.5 Dolciario	70
2.3.6 Alimentari diverse	72
2.3.7 Cartario	73
2.3.8 Chimico	75

2.3.9	Costruzione di mezzi di trasporto	77
2.3.10	Distribuzione al dettaglio	78
2.3.11	Elettrodomestici e Apparecchi televisivi.....	80
2.3.12	Elettronico.....	83
2.3.13	Emittenza Radio-Tv.....	84
2.3.14	Energia-Gas.....	87
2.3.15	Farmaceutico e Cosmetico	89
2.3.16	Gomma e Cavi	91
2.3.17	Impiantistico	93
2.3.18	Imprese di costruzione.....	95
2.3.19	Legno e Mobili.....	97
2.3.20	Meccanico	99
2.3.21	Metallurgico.....	101
2.3.22	Pelli e Cuoio	103
2.3.23	Petrolio e Combustibili.....	105
2.3.24	Prodotti per l'edilizia	107
2.3.25	Servizi di pubblica utilità.....	109
2.3.26	Stampa ed Editoria.....	111
2.3.27	Telecomunicazioni.....	113
2.3.28	Tessile	116
2.3.29	Trasporti.....	117
2.3.30	Vetro	119
2.3.31	Società diverse.....	121
2.4	Conclusioni caso Italiano.....	122
Capitolo 3:	confronto internazionale.....	127

3.1 Introduzione	127
3.2 Analisi aggregata e per settori.....	128
3.2.0 Dato aggregato	128
3.2.1 Abbigliamento	130
3.2.2 Bevande alcoliche e analcoliche	131
3.2.3 Caseario	132
3.2.4 Conserviero	133
3.2.5 Dolciario	134
3.2.6 Alimentari diverse	135
3.2.7 Cartario	136
3.2.8 Chimico	137
3.2.9 Costruzione di mezzi di trasporto	138
3.2.10 Distribuzione al dettaglio.....	139
3.2.11 Elettrodomestici e Apparecchi radio-tv.....	140
3.2.12 Elettronico.....	141
3.2.13 Emittenze radio-tv	142
3.2.14 Energia-Gas.....	143
3.2.15 Farmaceutico e Cosmetico	144
3.2.16 Gomma e Cavi	145
3.2.17 Impiantistico	146
3.2.18 Imprese di Costruzione	147
3.2.19 Legno e Mobili.....	148
3.2.20 Meccanico	149
3.2.21 Metallurgico.....	150
3.2.22 Pelli e Cuoio	151

3.2.23 Petrolio e Combustibili fossili.....	152
3.2.24 Prodotti per l'edilizia	153
3.2.25 Servizi di pubblica utilità.....	154
3.2.26 Stampa ed Editoria.....	155
3.2.27 Telecomunicazioni.....	156
3.2.28 Tessile	157
3.2.29 Trasporti	158
3.3.30 Vetro	159
3.3.31 Società diverse.....	160
3.3 Conclusioni.....	161
Conclusione finale	167
Appendice.....	170
Bibliografia e sitografia	244

Introduzione

Oggigiorno si sta assistendo ad un nuovo atteggiamento da parte delle imprese di tutto il mondo: l'accumulo di una ingente quantità di liquidità.

A provarlo, come riportato dal Sole 24 Ore¹, è lo studio di Bank of America sul secondo trimestre del 2017 delle 24 più grandi aziende americane: secondo l'autorevole istituto finanziario la liquidità detenuta da tale gruppo di aziende è incrementata dell'1,63% rispetto al trimestre precedente, raggiungendo una quota pari a 1,01 trilioni di dollari (di cui l'80% fuori dagli Stati Uniti). In testa a questa classifica si trovano le aziende dell'hi-tech, in particolare Apple, con un portafoglio di liquidità di 261,5 miliardi di dollari che per il 94% sono allocati all'estero. In seconda posizione, ma decisamente ben distaccata, si trova Microsoft con 133 miliardi, di cui il 96% all'estero; di seguito Alphabet, la casa madre di Google, con 94,7 miliardi di cui il 61% all'estero; Cisco con 68 miliardi, di cui il 96% all'estero, ed infine Oracle con 66,1 miliardi di cui l'82% all'estero. Ebbene, queste prime cinque società in classifica, tutte appartenenti al mondo hi-tech, valgono 623 miliardi di liquidità, ovvero più della metà delle ventiquattro aziende oggetto dello studio.

Al sesto posto si colloca la prima società non appartenente al settore hi-tech, ovvero General Electric, con un cash da 44 miliardi di dollari, dei quali il 78% si trova all'estero.

Va sottolineato che quando Bank of America parla di liquidità si riferisce in massima parte a quella detenuta sotto forma di bond, sia societari che titoli pubblici, e risulta plausibile che le aziende sopracitate non siano intenzionate, almeno nel breve termine, a riportare i

¹ Articolo: P. Sol., "Le aziende Usa scoppiano di liquidità: oltre mille miliardi \$, Apple in testa", Sole 24 Ore, 3 Settembre 2017.

capitali in patria come auspicato dal Presidente degli Stati Uniti Donald Trump. A rafforzare questa tesi si pensi che il 70% degli incassi del secondo trimestre 2017 è stato a sua volta investito in corporate bond. La figura 1 mostra le diciassette imprese americane con maggiore liquidità.

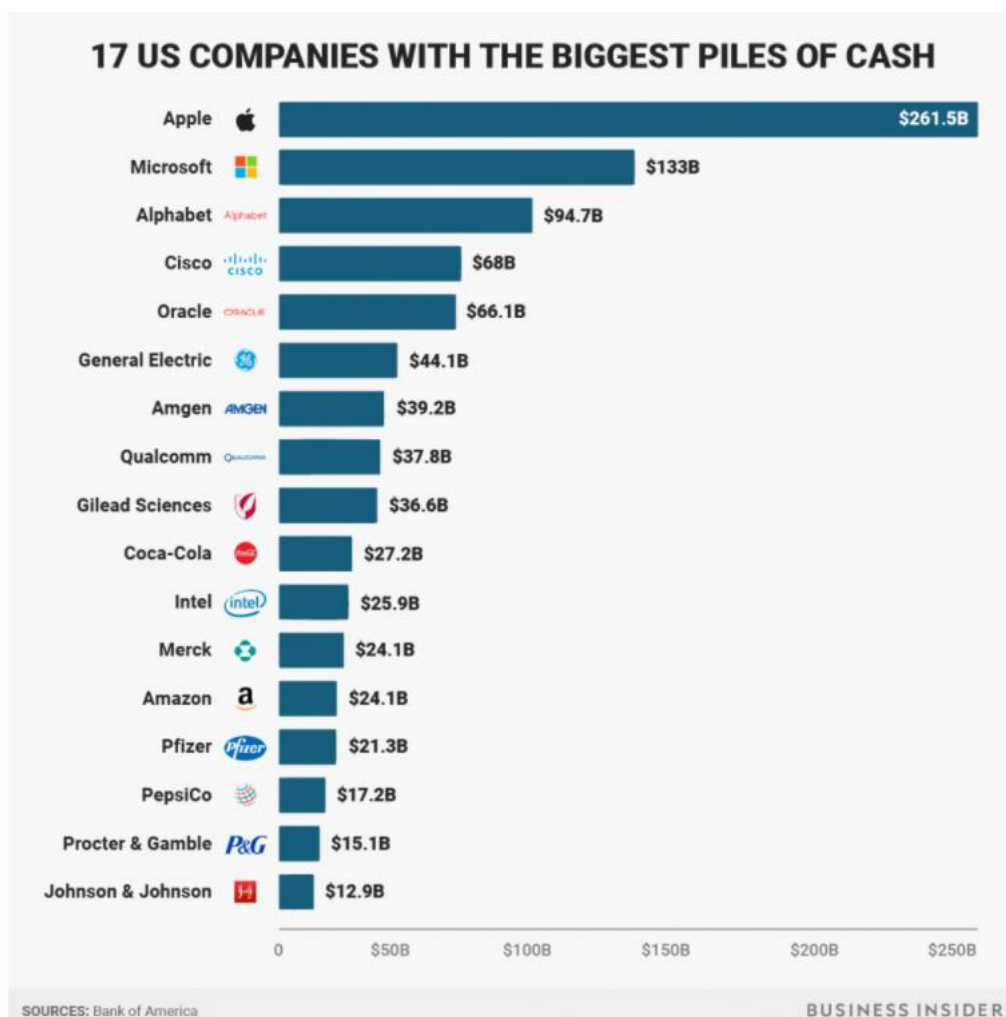


Figura 1: Grafico riassuntivo della liquidità (in miliardi di dollari) delle prime diciassette imprese americane, elaborato da "Business Insider"² sui dati di Bank Of America.

Come specificato nelle prime righe di questo elaborato, la tendenza ad aumentare la propria liquidità, per quanto preminente nel nuovo continente, è davvero un fenomeno

² Articolo: Graham Rapier, "Da Apple a Coca-cola, un grafico mostra le aziende americane con più liquidità. Quasi tutta all'estero", Business Insider Italia, 20 Settembre 2017.

globale. A testimoniarlo, come riportato dal Sole 24 Ore³, sono gli analisti finanziari di Moody's con un calcolo effettuato sui bilanci 2016 dell'area EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) da cui risulta una liquidità pari a 974 miliardi di euro suddivisi principalmente tra le società quotate in Europa. Moody's riporta un aumento rispetto al 2015 del 6%, del 22% conteggiato dal 2010, e un ammontare di liquidità nelle casse delle società quotate che oggi è pari al 15% del loro fatturato. Il rapporto tra liquidità a disposizione e ricavi è ai massimi da sette anni. La crescita della liquidità emerge sia dalla figura 2, che evidenzia l'incremento per settore del rapporto tra liquidità e ricavi dal 2015 al 2016, sia dalla figura 3, da cui si nota il trend complessivo della liquidità pesata sui ricavi dal 2010.

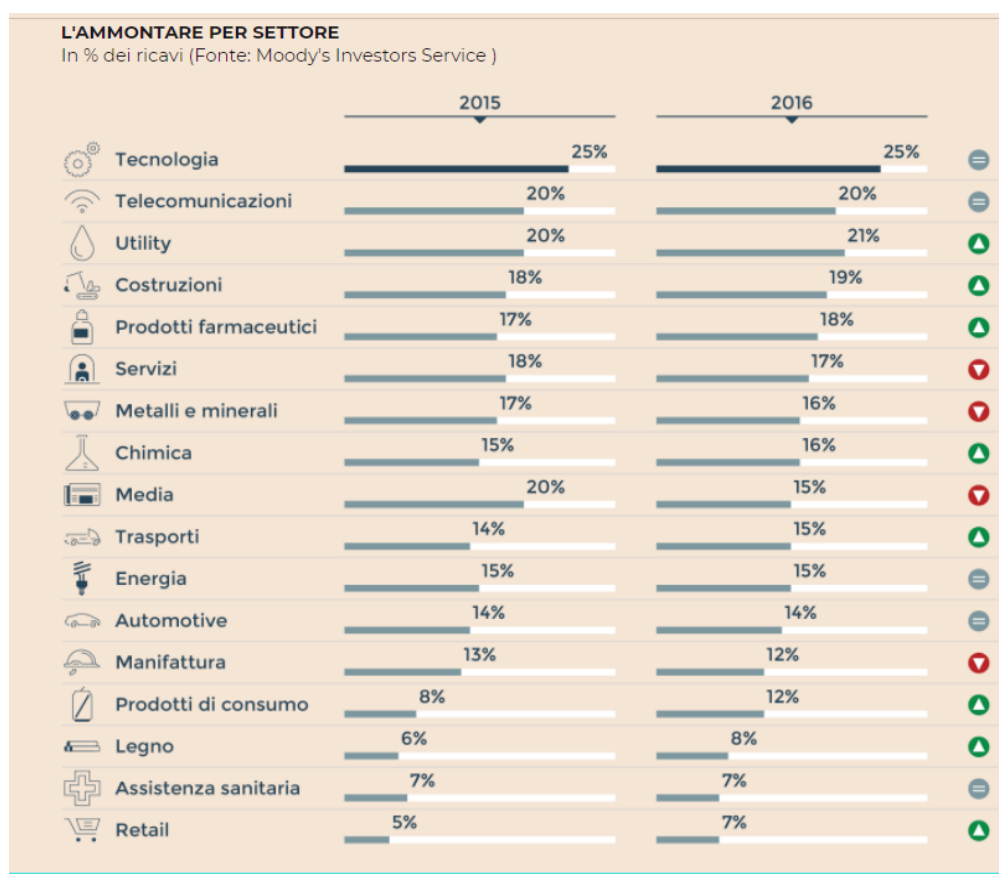


Figura 2: crescita della liquidità in percentuale rapportata ai ricavi per settore tra il 2015 e il 2016, rielaborazione del Sole 24 Ore su dati di Moody's Investors Service.

³ Articolo: Andrea Franceschi, "Tesoro di liquidità da mille miliardi nelle aziende Ue. La top ten delle società più ricche di cash", Sole 24 Ore, 6 Agosto 2017.

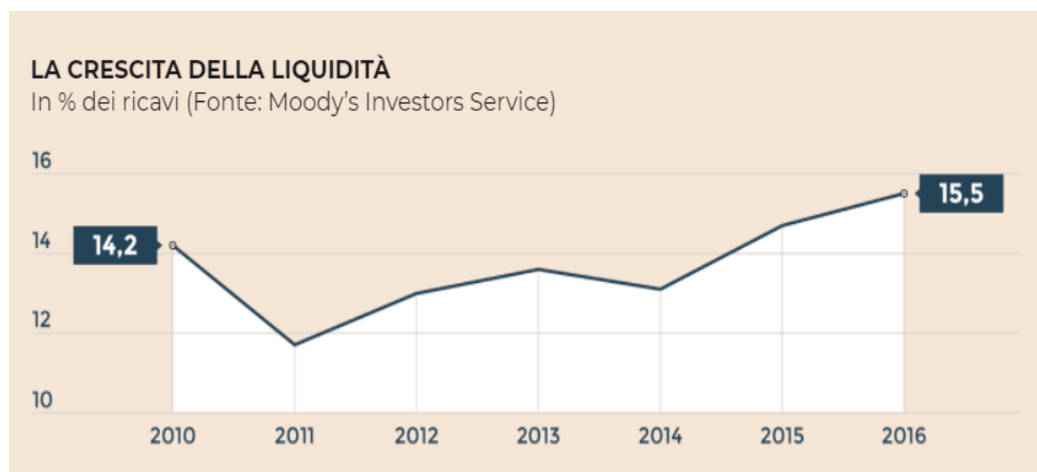


Figura 3: grafico sulla crescita della liquidità rispetto ai ricavi tra il 2010 e il 2016, rielaborazione del Sole 24 Ore.

Ma perché avviene tutto questo? Ci sono tre fattori che spiccano:

- La crescita dei flussi per effetto di un miglioramento del quadro economico globale.
- La minor propensione agli investimenti, seppur in lieve ripresa (in seguito alla crisi del 2008 il CAPEX delle aziende è stato via via ridotto, destinando risorse a dividendi o a buyback azionari).
- Il motivo precauzionale, ovvero la liquidità viene tenuta per i *rainy days* (periodi di scarsa liquidità).

Queste motivazioni non sono sufficienti a spiegare la crescente liquidità detenuta dalle imprese se si considera come si è espressa finora la dottrina sulle politiche di corporate finance: la teoria classica sostiene che le imprese abbiano assoluta convenienza ad investire gli eccessi di liquidità attraverso progetti di investimento a VAN positivo o a procedere alla distribuzione di dividendi, in quanto detenere la liquidità senza impiegarla determina un costo evitabile da parte dell'impresa. La pietra miliare su cui si basa questo convincimento è la teoria di Modigliani Miller del 1958 (poi aggiornata nel 1963), che viene tuttora insegnata nelle principali università di management per la sua portata rivoluzionaria. Va detto che si parla di un teorema di circa sessant'anni fa, con ipotesi alla base molto distanti dalla realtà, ma fondamentale per comprendere le variabili rilevanti nelle scelte di struttura finanziaria. Le centinaia di ricerche teoriche e sperimentali che si sono susseguite nei decenni successivi hanno assunto ipotesi e punti di vista differenti

partendo da questo primo studio sistematico, col fine di formalizzare dei modelli tramite cui spiegare le realtà aziendali. Ad esempio, sulla scia della discussione qui presa in esame (i vantaggi della disponibilità di cospicue quantità di liquidità in seno all'azienda), un tema nuovo che Modigliani-Miller avevano sommariamente trascurato nel loro teorema era quello dei costi di transazione, ovvero quella voce di spesa non evitabile dovuta all'accesso ai mercati finanziari per la ricerca di nuovi capitali; con questa semplice ipotesi aggiuntiva, il teorema di Modigliani-Miller completamente a favore dell'indebitamento dovrà essere modificato, in favore di una struttura finanziaria che necessita di trovare l'equilibrio ottimale tra i costi di transazione e i vantaggi dell'indebitamento o, di converso, tra i benefici e i costi dell'accumulo di cash. Oppure, un altro tema caldo della letteratura è quello delle asimmetrie informative, dalle quali derivano i fenomeni di moral hazard e di adverse selection, introdotti da Akerlof nel 1970⁴, con i conseguenti costi di agenzia, analizzati soprattutto da Jensen e Meckling⁵ nel 1976. Un punto di vista ancora diverso è quello assunto da Myers e Majluf (1984)⁶, i quali enfatizzano la libertà che il cash conferisce alle imprese per cogliere opportunità d'investimento future senza supportare costi eccessivi (come quando si usufruisce di finanziamenti esterni) o, nei casi più estremi, senza doversi rinunciare quando le aziende sono impossibilitate ad accedere ai mercati per nuovi capitali.

Da questi esempi è perciò ipotizzabile che con l'evolversi della società, dei costumi, dell'economia e della cultura globalizzata, i trend osservabili nelle aziende siano cambiati tanto da negare perfino le più autorevoli teorie del passato su cui si basa la dottrina. È divenuto conveniente, allora, accumulare liquidità? Per rispondere alla domanda in questo elaborato si procede al seguente ordine di esposizione: nel primo capitolo si presenta una review delle principali teorie di corporate finance, necessaria per capire l'evoluzione del pensiero sul tema; nel secondo capitolo si procede con un test empirico su un campione italiano di imprese fornito da Mediobanca per analizzare in quali settori

⁴ George A. Akerlof, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, Agosto 1970, pp. 488-500.

⁵ Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Ottobre 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

⁶ Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have", *National bureau of economic research*, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, Luglio 1984.

domina la politica di accumulo di liquidità, come si manifesta, e quali vantaggi comporta a chi la adotta. Nel terzo capitolo si confrontano i risultati ottenuti con un campione americano derivante dai dati contabili della piattaforma Orbis. Infine, verranno tratte le conclusioni.

Capitolo 1: corporate finance review

1.1 Introduzione

Un'impresa senza liquidità può sopperire a questa mancanza volgendosi al mercato dei capitali, rinegoziando contratti di debito preesistenti, riducendo investimenti o distribuzione di dividendi o, nell'ipotesi più estrema, vendendo gli assets in essere. Ognuna di queste opzioni contiene dei costi, sia monetari (quando ci si rivolge al mercato per nuovi finanziamenti o in sede di contrattazione) sia non monetari (l'impoverimento di un'azienda che non effettua nuovi investimenti, oppure la sfiducia degli azionisti verso i manager se non vengono distribuiti dividendi per lungo tempo). Matematicamente, allora, occorre bilanciare il costo marginale dell'essere a corto di liquidità con il costo marginale nel detenere riserve liquide.

Nel 1936 Keynes⁷ asserisce che ci sono quattro ragioni per cui detenere liquidità costituisce un vantaggio:

1. Il movente del reddito (costi di transazione).
2. Il movente commerciale (differenza tra competenza e cassa).
3. Il movente precauzionale.
4. Il movente speculativo.

Nel primo caso si fa riferimento propriamente alla necessità per le imprese (o indifferentemente per i consumatori) di un portafoglio in parte liquido per far fronte alle transazioni correnti che si desiderano ottemperare. Nel vasto mondo della finanza sono

⁷ J.M. Keynes, "The general Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan, Londra, 1936.

riconosciuti due specifici modelli sulla domanda di moneta e l'interpretazione dei costi di transazione da parte delle aziende:

- Quello deterministico di Baumol e Tobin⁸ (1952 e 1956).
- Quello stocastico di Miller e Orr⁹(1966).

Il primo modello si basa sul fatto che un individuo con un reddito R deve scegliere una quantità kR da tenere in forma liquida per le transazioni correnti, e una quantità $(1-k)R$ da mantenere impiegata in un conto corrente o in buoni del tesoro che fruttano un interesse i . Da questo presupposto, Baumol-Tobin formulano un modello matematico con cui calcolare l'ottimo che massimizza l'utilità di ogni individuo, cioè il miglior equilibrio tra la quantità di moneta liquida da trattenere per le transazioni correnti e quella da investire in un conto corrente o in buoni del tesoro che garantiscono un tasso di interesse positivo¹⁰. All'interno dell'impresa, secondo Baumol, la gestione dei saldi di cassa (quindi la quantità di moneta per le transazioni correnti) è molto simile a quella delle scorte (la quantità da mantenere in un conto corrente o impegnata in buoni del tesoro). Dunque è possibile immaginare che quando un manager si trova a gestire dei flussi di cassa in uscita, debba attingere da una riserva di liquidità: ogniqualvolta che questa si avvicina al suo esaurimento, il manager dovrà rimpinguarla smobilizzando impieghi facilmente liquidabili (per esempio cedendo buoni del tesoro). Pertanto un cash manager ha il compito di gestire in maniera ottimale il trade-off tra il costo di negoziazione dei titoli e quello del mancato investimento in liquidità. Oggigiorno, sembra difficile poter così facilmente mantenere integra una riserva di liquidità, in quanto l'andamento incerto dei mercati comporta fatture in entrata e in uscita spesso irregolari a seconda dei settori in cui si opera. Tuttavia, intuitivamente questo modello aiuta a capire perché le PMI tendono

⁸ Si veda: Baumol W., "The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach", The Quarterly Journal of Economics, 66(4), 1952, pp. 545-56; Tobin J., "The interest-elasticity of transactions demand for cash", The Review of Economics and Statistics, 38 (3), 1956, pp. 241-47.

⁹ Si veda: Miller e Orr, "A model of the demand for money by firms", Quarterly Journal of Economics, 80, 1966, pp. 414-35; Miller e Orr, "The demand for money by firms: extension of analytic results", Journal of Finance, 23, 1968, pp. 735-59.

¹⁰ A livello matematico, nel breve periodo, questo modello è stato criticato perché le evidenze empiriche discordano da quanto ipotizzato da Baumol e Tobin (che resta convincente nel lungo periodo). Nel breve periodo la domanda di moneta è rigida (elasticità prossima allo zero) e le aziende prediligono prendere a prestito dilazionando poi i pagamenti, non avendo particolari costi opportunità da sostenere. Si veda: Akerlof e Milbourne, "The short-run demand for money holdings", Economic Journal, 90, 1980, pp. 885-900.

ad avere saldi di liquidità più consistenti rispetto alle grandi imprese, in cui i costi di transazione interessati dalla vendita di buoni del tesoro non incidono quanto il costo opportunità di detenere liquidità congelata in azienda. Si deduce che alla base di questo modello (e poi in quello di Miller e Orr) sia presente la determinante ipotesi di economie di scala nell'uso della moneta (in altri termini, l'elasticità della domanda di moneta rispetto alle transazioni è inferiore all'unità). In presenza di costi di transazione il beneficio derivante dell'investimento in liquidità è quello di poter convertire gli assets in cash evitando (o quanto meno riducendo) i costi fissi dell'accesso al mercato dei capitali. Perciò un'impresa che accumula assets convertibili in modo equo in cash, può trovare fondi a costi bassi vendendo tali assets. Da ciò ne deriva che le imprese con un alto grado di specificità degli assets (perciò non facilmente collocabili sul mercato) tendono ad avere un accumulo di cash più alto. Se si relativizza il comportamento di un'azienda alla sua dimensione, si evince che quelle più grandi, generalmente assai più diversificate, possono liquidare assets in segmenti non core, e per questo non sono costrette a trattenere molta liquidità.

Il modello di Miller e Orr (1966) riprende quello di Baumol e Tobin ma con in più l'ipotesi forte e realistica della totale incertezza dei cash flow, i quali fluttuano stocasticamente tra un limite superiore e uno inferiore di controllo. Se uno di questi limiti viene superato, l'azienda deve intervenire sul mercato per ristabilire un equilibrio¹¹.

Va detto che questi due modelli fanno riferimento strettamente alla domanda di moneta (contante); tuttavia l'accumulo di liquidità, riportato all'inizio di questo elaborato e operato dalle imprese a livello mondiale, fa riferimento anche a titoli di stato, banche c/c attivi e commercial paper, ovvero tutto ciò che genera anche un minimo rendimento, al contrario del contante.¹²

¹¹ Altri studiosi sostengono che non occorra superare dei limiti superiori od inferiori, ma l'azienda dovrebbe tenere precauzionalmente della liquidità da parte quando non ha certezze sulle scadenze dei propri debiti. Si veda Whalen "A rationalisation of the precautionary demand for cash", *Quarterly Journal of Economics*, Maggio 1966.

¹² In Aswath Damodaran, "Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications", *Stern School of Business*, Settembre 2005, l'autore opera proprio la distinzione tra *wasting cash* e *non-wasting cash*, dove con la prima espressione si fa riferimento al cash lasciato in conti che non fruttano interessi, mentre la seconda è tutto ciò che genera un interesse.

Per quanto attiene al motivo commerciale si intende riferirsi allo scostamento tra il ciclo economico e il ciclo finanziario. Nello specifico, la liquidità permette all'individuo come all'impresa di sopravvivere nel momento in cui è chiusa una transazione a livello economico ma non è ancora avvenuta l'entrata di cassa. La questione è molto rilevante dacché il problema di gestire i flussi in uscita con una riserva di liquidità fintantoché il credito non sarà definitivamente escusso è uno dei problemi più diffusi in Italia per i lavoratori autonomi, artigiani e le piccole imprese. Quando un'azienda è a corto di liquidità (e non solo), un modo per mantenere cash in azienda è la riduzione dei dividendi: in questo modo si può evitare di dover andare sul mercato dei capitali ad un costo maggiore per recuperare il cash mancante. Altro elemento da prendere in considerazione è il ciclo di conversione del cash¹³: questo misura in media i giorni necessari affinché i flussi in uscita per l'acquisto di fattori produttivi rientrano in cassa attraverso i crediti verso i clienti. Su questo punto la dottrina ha pareri contrastanti: Kim, Mauer e Sherman (1998)¹⁴, Deloof (2001)¹⁵ asseriscono che un'impresa con un ciclo più lungo dovrebbe avere livelli di liquidità più bassi, perché significa che l'impresa possiede un più alto livello di scorte e crediti commerciali da poter eventualmente convertire all'occorrenza; all'opposto Drobetz (2006)¹⁶ ritiene che un ciclo di conversione più breve ottimizza il timing dei pagamenti in entrata e in uscita, richiedendo così minor liquidità. Empiricamente, un ciclo più corto è tipico delle imprese di grandi dimensioni grazie alla loro elevata forza contrattuale. Quest'ultima, grazie all'influenza sui fornitori, permette anche di ritardare i pagamenti dei debiti commerciali.

Il motivo precauzionale fa riferimento all'incertezza del futuro, alludendo ad eventi non pianificati, inattesi, eccezionali. Potrebbero verificarsi due scenari principali:

- La mancanza di liquidità per la incapacità di far fronte agli impegni assunti (quando si ha un debito eccessivo o degli impieghi non facilmente smobilizzabili)

¹³ Il ciclo di conversione in liquidità è dato da: ciclo economico (acquisto-produzione-vendita) + ciclo incassi dei crediti commerciali + ciclo dei pagamenti dei debiti commerciali.

¹⁴ Kim C. S., Mauer D., Sherman A., "The determinants of corporate liquidity: theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 1998, pp. 335-359.

¹⁵ Deloof, M., 2001, "Belgian intragroup relations and the determinants of corporate liquid reserves", *European Financial Management*, 7, 375-392.

¹⁶ Wolfgang Drobetz & Gabrielle Wanzenried (2006) "What determines the speed of adjustment to the target capital structure?", *Applied Financial Economics*, 16:13, 941-958

per assolvere ad un impegno nel breve termine). Questa condizione funge da presupposto per ritardi nei pagamenti fino alla possibile insolvenza.

- L'impossibilità di cogliere in maniera tempestiva opportunità di crescita aziendale attraverso l'acquisto di opzioni, in grado di rilanciare o perfino di rivoluzionare il business di un'impresa.

Quindi la liquidità ha un ruolo in primis di "salvagente": permette di rimediare a situazioni impreviste, di mantenere una posizione di mercato quantomeno difendibile anche in un momento di flessione della domanda. In secondo luogo, la liquidità è anche trampolino di lancio per sviluppare l'impresa, soprattutto se si pensa a quei settori dove i salti tecnologici fanno la differenza. Fondamentalmente il cash conferisce flessibilità all'azienda, ovviando ad una pianificazione deficitaria o a calamità imprevedibili. A testimoniarlo è la definizione, da parte delle imprese, della flessibilità come obiettivo di primaria importanza nella scelta della struttura finanziaria, come riportato nella survey di Graham e Harvey (2001)¹⁷. Di non minor importanza è il lavoro svolto da Lins, Servaes e Tufano (2008)¹⁸: in questa survey gli autori hanno chiesto ad un campione di imprese quali fossero i motivi che giustificassero l'accumulo di cash in azienda se questa riusciva a sostenere regolarmente i flussi di cassa in uscita anche senza l'incremento di liquidità. Ebbene, la risposta più frequente ha addotto al motivo precauzionale, ovvero prevenire ammanchi di cash flow futuri, soprattutto per le aziende con ingenti debiti alle spalle, temendo che sia negata la possibilità di rollover.

Infine, per quanto riguarda il motivo speculativo, Keynes si riferisce all'incertezza derivante dal cambiamento del tasso di interesse: la maggiore liquidità permette di coprirsi dal rischio che questo salga eccessivamente, rendendo l'indebitamento troppo oneroso.

¹⁷ John R. Graham, Campbell R. Harvey, "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics* 60 (2001) 187-243.

¹⁸ Lins, Servaes e Tufano, "What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit", Novembre 2008, SSRN.

1.2 Modigliani Miller: l'indifferenza della struttura finanziaria

Il teorema di Modigliani-Miller (così chiamato dagli economisti Franco Modigliani e Merton Miller che lo proposero) è il primo studio sistematico sulla struttura del capitale di un'impresa. Nella sua formulazione embrionale esso afferma che il valore di un'impresa è sempre lo stesso quale che sia la struttura finanziaria prescelta. Ciò è equivalente a dire che non esiste nessuna struttura migliore o peggiore di un'altra e che un'azienda non può cambiare il valore dei propri titoli modificando le proporzioni di debito ed equity. Infatti, analizzando il rapporto tra costo del capitale ed investimenti, i due autori hanno dimostrato che l'accumulazione di beni di capitali da parte delle imprese ed il flusso di risorse che questa può determinare sono dati ed indipendenti dalla struttura finanziaria. Per affermarlo, dappprincipio vengono stabilite delle ipotesi:

- Assenza di imposte fiscali.
- Presenza di mercati perfetti:
 - Assenza dei costi di transazione.
 - Assenza dei costi di bancarotta o di ricontrattazione.
 - Assenza di asimmetria informativa: gli operatori economici (manager interni o investitori esterni) hanno accesso a tutte le informazioni sulle caratteristiche dei beni/servizi e del mercato in cui operano.
 - Gli investitori e il mercato sono assolutamente razionali.
 - Gli interessi dei managers sono allineati a quelli degli azionisti.

La conseguenza primaria di questo complesso di assunzioni è che l'azienda e gli investitori possono prendere a prestito allo stesso tasso d'interesse¹⁹. Ciascun operatore ha l'opportunità di replicare tutte le combinazioni finanziarie possibili, dunque di effettuare

¹⁹ Questa assunzione non è irrealistica. Un investitore privato che intende acquisire azioni prendendo a prestito, può farlo con un conto di garanzia (margin account) presso un broker, il quale stanziava una parte dell'investimento. Le regole di borsa fanno sì che l'investitore debba sempre mantenere un prefissato margine in contanti, secondo la logica che quando il valore dell'azione sottostante cala, il broker non aumenta il rischio di non rientrare del suo prestito. Se si aggiunge che il broker detiene le suddette azioni come garanzia accessoria, il rischio di insolvenza è pressoché nullo.

Le aziende, invece, danno spesso in garanzia attività reali (come impianti) ma i costi di negoziazione, di supervisione dei prestiti ed eventualmente legali in caso di dissesti finanziari, possono essere esosi per il finanziatore. Dunque difficilmente gli investitori si finanziano a tassi superiori di quelli delle imprese. Si veda: Bertinetti, Gardenal e Narder, "Finanza aziendale", McGraw-Hill create, 2014, pp. 287.

qualsiasi operazione di arbitraggio. Ora, con un ragionamento per assurdo, se si ipotizza l'esistenza di due società, A e B, con gli stessi assets (e la stessa capacità di generare reddito) ma A unlevered e B levered al 50%, e si immagina che B valga di più di A (ignorando Modigliani-Miller), un investitore razionale procederebbe ad investire immediatamente sull'impresa A prendendo in prestito il denaro personalmente presso un istituto finanziario, in quanto gli costerebbe meno rispetto ad acquistare azioni nella società indebitata. Essendo tutti gli investitori razionali, il valore dell'impresa levered B diminuirebbe fintanto che eguaglierebbe quello dell'impresa unlevered A. A quel punto per l'investitore sarà indifferente investire in A o in B. In questo modo il valore di un'impresa è determinato esclusivamente dalla sua capacità di produrre reddito e, quindi, proprio dalle sue scelte d'investimento che si sono considerate date, non dalla struttura finanziaria prediletta. Da ciò discende che il costo medio del capitale non varia a seconda della struttura del capitale dell'impresa²⁰, e "attraverso l'homemade leverage gli individui possono duplicare o rimuovere gli effetti della leva finanziaria approntata dall'impresa"²¹.

Tuttavia il teorema si compone di una seconda parte: poiché l'equity in presenza di debito presenta un maggior rischio, dovrebbe offrire un rendimento più alto come corrispettivo. Per questo Modigliani-Miller affermano nella seconda proposizione del loro teorema che il rendimento atteso del capitale azionario (R_E) è correlato positivamente alla leva finanziaria ($\frac{D}{E}$): $R_E = R_0 + \frac{D}{E}(R_0 - R_D)$ ²².

Il grafico 4 (pagina seguente) aiuta a comprendere visivamente come il costo medio ponderato del capitale R_{wacc} con le assunzioni di Modigliani Miller non vari mai nel tempo. Con le assunzioni di Modigliani-Miller (1958) emerge come il contante abbia sempre VAN negativo, avendo come costo la perdita di interessi dal mancato investimento in buoni del tesoro. Questi hanno un rendimento pressoché irrisorio, ma pur sempre equo, avendo un rischio talmente basso da poter essere assunto come zero. Per questo, un investimento in BOT è a VAN zero, e dunque non ha effetto sul valore dell'impresa. Con questo

²⁰ $R_{wacc} = \frac{E}{D+E}R_E + \frac{D}{D+E}R_D$ sarà sempre costante.

²¹ Si veda: Bertinetti, Gardenal e Narder, "Finanza aziendale", McGraw-Hill create, 2014, pp. 296.

²² R_0 è definito come business risk, ovvero il rischio che deriva dalla natura dell'attività caratteristica. $\frac{D}{E}(R_0 - R_D)$ è il financial risk, ovvero il rischio che deriva dalla politica finanziaria (struttura finanziaria) dell'azienda. R_D è il costo del debito.

ragionamento consegue che l'investimento in contante è al di sotto del tasso di remunerazione di mercato, portando ad un abbassamento del valore dell'impresa.

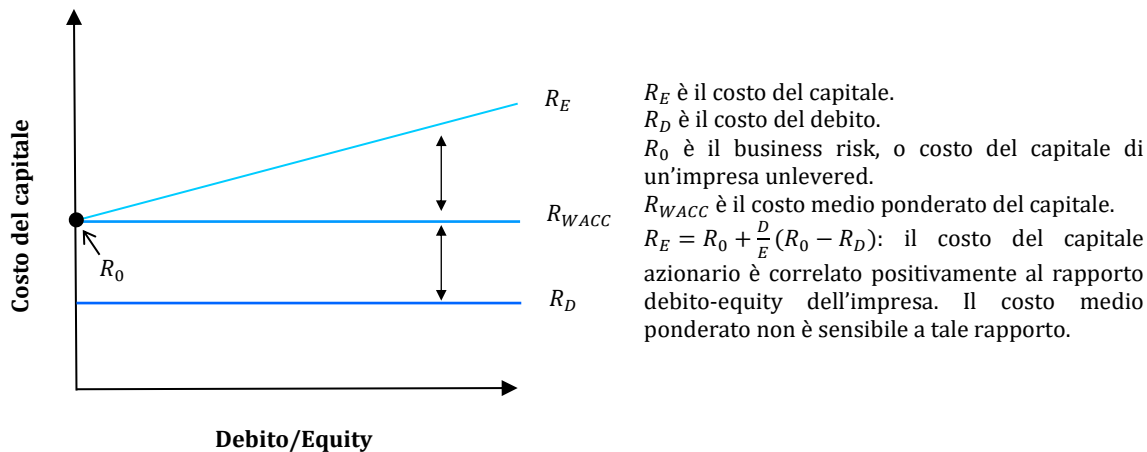


Figura 4: Rappresentazione grafica del costo dell'equity, rielaborazione parzialmente personale

Nel 1963 Modigliani e Miller rielaborano il teorema eliminando l'ipotesi surreale dell'assenza di imposte. In questo caso, a parità di valore complessivo, l'impresa levered paga meno imposte dell'impresa unlevered: il motivo è prettamente fiscale, ovvero il fisco permette di dedurre dalle imposte una quota degli interessi passivi dovuti dall'indebitamento, algebricamente quantificabile con $t_c(R_D D)^{23}$. Il valore attuale del beneficio fiscale, ipotizzando che il cash flow suddetto abbia lo stesso rischio dell'interesse sul debito, sarà $t_c D$. Con le imposte la prima proposizione del teorema di Modigliani-Miller si modificherà, in quanto ora il valore dell'impresa levered sarà pari a quello della unlevered più il valore attuale del beneficio fiscale, ovvero $V_L = V_U + t_c D$, con un costo medio del capitale che non sarà più costante, ma varierà secondo l'espressione $R_{wacc} = \frac{E}{V_L} R_E + \frac{D}{V_L} R_D (1 - t_c)$. Si noti che la leva finanziaria riduce l'onere fiscale, in quanto le aziende possono dedurre gli interessi, ma non i dividendi. Questo risultato implica che le imprese dovrebbero avere strutture finanziarie composte il più possibile da debito. Anche la seconda proposizione modificherà la sua formulazione algebrica in

²³ Dove t_c è l'aliquota fiscale, R_D è il tasso di interesse e D è il debito complessivo aziendale. L'equazione prende il nome di beneficio fiscale o scudo fiscale del debito.

$R_E = R_0 + \frac{D}{E}(1 - t_C)(R_0 - R_D)$, seppur non il suo significato. La figura 5 dimostra come il costo medio del capitale vari rispetto a prima a causa dell'effetto della tassazione.

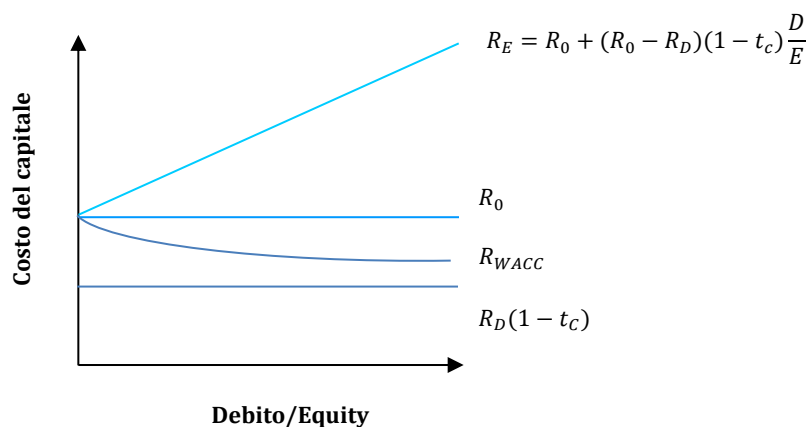


Figura 5: come cambia il costo del capitale con l'introduzione delle imposte, rielaborazione parzialmente personale.

Il discorso si complica se si considerano anche gli effetti della tassazione personale: per ogni euro di utile aziendale, l'azionista riceve $(1 - t_C)(1 - t_E)$ (dove t_E è l'aliquota fiscale personale sui dividendi azionari) mentre l'obbligazionista riceve $1 - t_D$. A quali condizioni sarà indifferente emettere equity o debito? Quando l'utile netto per l'azionista e per l'obbligazionista sarà equivalente, ovvero: $(1 - t_C)(1 - t_E) = 1 - t_D$

Senza addentrarsi in ulteriori dettagli, ciò che emerge grazie al contributo dei due autori è che l'esistenza di sgravi fiscali sugli interessi passivi faccia aumentare il valore dell'impresa al crescere del debito, per una somma pari al valore capitalizzato del beneficio fiscale. Ciò non significa che l'impresa dovrebbe essere finanziata solo tramite debito. Infatti gli stessi Modigliani e Miller negano questa opzione, in quanto sussistono delle limitazioni imposte dai creditori, oltre ad altri tipi di costi (rischi di bancarotta per esempio) che rendono impraticabile perseguire una strategia di finanziamento di questo tipo (non a caso nella figura R_D è costante, o in altre parole l'ipotesi sottostante è un rating stabile).

In riferimento ai problemi reali, autori successivi affiancano ai benefici fiscali del debito i costi del dissesto finanziario, i quali agiscono in senso contrario rispetto ai primi, riducendo il valore dell'impresa indebitata. Non è scopo di questo elaborato spiegarli nel

dettaglio ma si procede con una loro rapida elencazione perché influenti sulla scelta di detenere liquidità; innanzitutto esistono i costi del dissesto diretti e quelli indiretti; i primi sono:

- Quelli relativi alle spese legali e tutto ciò che concerne una eventuale procedura di fallimento, o alla pregiudicata attività d'impresa.
- I costi di agenzia legati alla difformità di interesse tra azionisti e obbligazionisti (verranno ripresi successivamente).

I costi indiretti sono invece quelli legati alle strategie attuabili conseguentemente ad un collasso finanziario imminente:

- Il moral hazard, ovvero l'assunzione di progetti rischiosi, in considerazione del fatto che nel caso in cui non fossero remunerativi per l'impresa il costo verrebbe principalmente sostenuto dagli obbligazionisti (risk shifting).
- Underinvestment²⁴, ovvero l'incentivo a non investire per nulla, in considerazione che per quanto un progetto possa essere remunerativo, se l'azienda è certa di non poterne sostenere il costo incombendo in un fallimento, non ha senso che gli azionisti trasferiscano denaro nelle mani di banche e obbligazionisti.
- Milking the property: espressione con cui si intende estrarre più valore possibile dall'impresa attraverso generosi dividendi fintantoché l'azienda non fallisca definitivamente.

E' la teoria del trade off che, considerando questi costi e partendo dal contributo di Modigliani e Miller, riesce negli anni settanta a dar vita ad un modello matematico tramite cui determinare il livello ottimale di debito per cui l'incremento del valore attuale dei costi di dissesto dovuto ad un dollaro addizionale di debito eguaglia l'incremento del valore attuale dello scudo fiscale.

Jensen e Meckling (1976) criticano questa teoria perché implica che senza sussidi fiscali ma con costi di bancarotta positivi, nessuno avrà convenienza ad usufruire del debito. Tuttavia è risaputo che il debito è stato utilizzato anche prima della nascita di scudi fiscali sugli interessi, per cui sfuggono alcuni aspetti della struttura del capitale di un'azienda

²⁴ Si veda: Myers, "Determinants of corporate borrowing", Journal of economics 5 (1977), 147-175.

all'interno della teoria. In più né i costi di bancarotta né i vantaggi fiscali riescono a spiegare l'utilizzo di warrants o preferred stock, i quali non rientrano per legge all'interno degli scudi fiscali.

Vista la complessità delle tematiche, risulta corretto riprendere la linea temporale e verificare come, partendo dalla teoria di Modigliani – Miller, le teorie successive hanno modificato le assunzioni di partenza per giungere a nuove conclusioni e se queste spiegano la crescente liquidità delle imprese.

1.3 La teoria del trade-off

Prima dei contributi di Jensen e Meckling per quanto riguarda i costi di agenzia, la dottrina annovera un altro importante caposaldo, ovvero la teoria del trade-off. Viene introdotta da Kraus e Litzenberger²⁵ nel 1973 e sostiene che “la struttura del capitale rifletta un trade-off tra il beneficio fiscale del debito e i costi di bancarotta”²⁶. Questa teoria è più facile da capire tramite un modello: si consideri R come un cash flow creato dall'azienda che assume un valore casuale tra 0 e \bar{R} . Questo viene tassato tramite un'aliquota sulla società T . L'impresa ha un debito D che, se non viene rimborsato, comporta dei costi a processo (si intendono sia i costi diretti della bancarotta, come le spese legali, sia i costi indiretti come le perdite dovute alla mancanza di fiducia da parte dei consumatori) che diminuiscono il cash flow disponibile di kR . La probabilità di default ($R < D$) è $\frac{D}{\bar{R}}$, mentre la probabilità che l'impresa abbia saldo positivo ($R > D$) è $\frac{\bar{R}-D}{\bar{R}}$. Gli equityholders otterranno 0 se $R < D$, mentre otterranno un valore $D < X < \bar{R}$ meno le imposte se $R > D$, ovvero: $V_E = \frac{\bar{R}-D}{\bar{R}} (\frac{\bar{R}+D}{\bar{R}} - D)(1 - T)$. I creditori otterranno in media $\frac{D(1-K)}{2}$ se $R < D$, oppure D se $R > D$, ovvero: $V_D = \frac{\bar{R}-D}{\bar{R}} D + \frac{D}{\bar{R}} \frac{D(1-K)}{2}$.

²⁵ Si veda Alan Kraus e Robert H. Litzenberger, “A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage”, *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4 (Settembre 1973), pp. 911-922.

²⁶ Traduzione da: Anton Miglo, “The Pecking Order, Trade-off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure: a Review”, Marzo 2010.

Il valore dell'impresa sarà: $V = V_D + V_E = \frac{\bar{R}-D}{\bar{R}}D + \frac{D}{\bar{R}}\frac{D(1-K)}{2} + \frac{\bar{R}-D}{\bar{R}}\left(\frac{\bar{R}+D}{\bar{R}} - D\right)(1-T)$.

Massimizzando il valore V dell'impresa rispetto a D , la condizione di primo ordine risulta:

$$D = \frac{T\bar{R}}{T+1-K}.$$

Da questa condizione discendono molte osservazioni:

- Più alti sono i valori di bancarotta k , più il livello D di equilibrio scende, ovvero più vantaggi ci sono ad avere equity. Dunque imprese di grandi dimensioni dovrebbero avere più debito in quanto sono più diversificate e hanno un più basso livello di default. Inoltre assets materiali e tangibili perderanno meno valore rispetto a quelli intangibili quando l'impresa diminuisce il suo valore. Quindi, ad esempio, alle imprese che fanno ricerca (dunque con prevalenza di assets intangibili) conviene tenere una leva finanziaria più bassa rispetto ad aziende manifatturiere.
- Quando T aumenta, anche il debito D si incrementa. Allora più alta è l'aliquota, più alto è il vantaggio dello scudo fiscale; la leva finanziaria nei paesi dove è più alto il beneficio fiscale sarà più alta rispetto ai paesi dove c'è un beneficio del debito più basso. Le evidenze empiriche in realtà sono miste: Graham (1996)²⁷ supporta questa teoria, mentre Wright (2004)²⁸ dimostra che la leva nelle imprese è rimasta pressoché stabile nonostante i grossi cambiamenti nelle aliquote fiscali tra il 1900 e il 2002.
- Quando \bar{R} aumenta, anche D aumenta. Quindi le imprese più profittevoli dovrebbero detenere più debito. In realtà gli studi empirici mostrano prevalentemente una relazione negativa tra profitto e leva finanziaria: Titman e Wessels (1988)²⁹, Rajan e Zingales (1995)³⁰, e Frank e Goyal (2007)³¹.

²⁷ Si veda: John K. Graham, "Debt and the marginal tax rate", *Journal of Financial Economics* 41 (1996) 41-73.

²⁸ Si veda: Stephen Wright, "561 Measures of stock market value for the U.S. nonfinancial corporate sector, 1900-2002", *Review of Income and Wealth Series* 50, Number 4, December 2004.

²⁹ Si veda: Sheridan Titman e Roberto Wessels, "The determinants of capitals structure choice" *The Journal of Finance* Vol. XLIII, No. 1, Marzo 1988.

³⁰ Si veda: Rajan e Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", 1995.

³¹ Si veda: Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?", 2007.

- Il cuore della teoria del trade-off è che il beneficio marginale dello scudo fiscale dovrebbe essere equivalente al costo marginale di bancarotta. Tuttavia anche in questo caso le dimostrazioni empiriche sono piuttosto contraddittorie: alcuni ricercatori sostengono che il beneficio è ben più alto in quanto i costi di bancarotta sono assai minori e il livello del debito è normalmente assai minore a quello ottimale (Miller (1977)³² e Graham (2000))³³, mentre altri ritengono che i costi indiretti di bancarotta siano equiparabili al beneficio fiscale (Molina (2005)³⁴ e Almeida e Philippon (2007))³⁵. Altri ancora hanno implementato anche le imposte personali, sostenendo che queste abbassano ulteriormente il vantaggio del beneficio fiscale (Green e Hollifield (2003)³⁶, Gordon e Lee (2007))³⁷.
- Se a questo modello si associano i costi di agenzia, allora questi complicano ulteriormente il quadro sulla scelta del capitale in azienda. Infatti non sempre i manager agiscono nell'interesse degli azionisti esistenti (possono avere dei premi personali al raggiungimento di specifici parametri finanziari che possono tuttavia mettere in difficoltà l'impresa se raggiunti con manovre incentrate eccessivamente in un'ottica di breve e non di lungo periodo), mentre i creditori rischiano di essere danneggiati dagli azionisti: se un investimento sostenuto dagli obbligazionisti riesce a creare profitti, questi saranno perlopiù incamerati dagli azionisti; tuttavia, se l'investimento fallisce, sono i creditori che ne sosterranno il peso. Dunque un azionista può avere tutto l'interesse nell'intraprendere progetti rischiosi, soprattutto se l'impresa è già in una condizione di difficoltà da cui urge uscire.

³² Si veda: Merton Miller, "Debt and taxes", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976 (May, 1977), pp. 261-275.

³³ Si veda: John R. Graham, "How Big Are the Tax Benefits of Debt?", *The Journal Of Finance C* vol. LV, No. 5 C, Ottobre 2000.

³⁴ Si veda: Carlos A. Molina, "Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities", *The Journal Of Finance* Vol LX, No. 3, Giugno 2005.

³⁵ Si veda: Heitor Almeida e Thomas Philippon, "The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress", *The Journal Of Finance* Vol. LXII, No. 6, Dicembre 2007.

³⁶ Si veda: Richard C. Green, Burton Hollifield, "The personal-tax advantages of equity", *Journal of Financial Economics* 67 (2003) 175-216.

³⁷ Si veda: R. Gordon e Y. Lee, "Interest rates, taxes, and corporate financial policies", *National Tax Journal* Vol. LX, No. 1 Marzo 2007.

In conclusione nel loro celebre teorema Modigliani-Miller hanno sottolineato che il valore di mercato dell'impresa sia una funzione lineare rispetto al debito presente nell'azienda, ma ipotizzando che l'impresa sia sempre solvente alle sue obbligazioni. Kraus e Litznberger hanno invece discusso il ruolo dei costi di bancarotta e dello scudo fiscale nella definizione della struttura ottimale del capitale di un'azienda come elemento aggiuntivo da considerare. La presenza di questi costi, vista anche la difficoltà tecnica nel calcolarli e nel prevenirli, sicuramente segna un punto a favore del detenere liquidità in seno all'azienda. Inoltre i concetti qui espressi richiamano alla mente quanto già affermato nell'introduzione a questo capitolo da Keynes con riferimento al motivo precauzionale sul detenere cash in azienda.

Su questi temi si sono susseguiti diversi studi, ma uno dei più influenti che ha ampliato ulteriormente l'orizzonte di discussione, è quello già citato di Jensen e Meckling del 1976. Il loro contributo riguarda i costi di agenzia, ovvero quelle perdite dovute ai conflitti tra manager, azionisti ed obbligazionisti, che ha dato il via ad un nuovo filone sulla corporate governance. Queste tematiche aggiungono un altro tassello al mosaico, e sembrano favorire ulteriormente il fattore liquidità come elemento capace di risolvere le diatribe interne.

1.4 I costi di agenzia

Lo studio di Jensen e Meckling è partito dal presupposto che a loro avviso non esistesse nessuna teoria in grado di spiegare compiutamente il comportamento dei manager nelle imprese, e da una prospettiva più ampia, nemmeno come conciliare gli obiettivi contrapposti delle diverse figure interne all'azienda. Infatti, oltre ai costi di transazione, di bancarotta, e di dissesto, ulteriore fonte di costo può essere quello di controllo e di monitoraggio dei manager da parte degli azionisti. La teoria dell'agenzia intende perciò definire il rapporto che intercorre tra gli azionisti (principal) ed i manager (agent)³⁸ nell'ottica di massimizzazione del valore dell'impresa. Jensen e Meckling spiegano efficacemente il significato della visione contrattualistica: l'impresa è vista come una

³⁸ La teoria dell'agenzia definisce la relazione tra azionisti e manager come "un contratto nel quale l'azionista assume il manager delegando determinate attività e talune responsabilità decisionali". Si veda: DALLOCCHIO M. – TAMAROWSKI C., *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Egea, Milano, 2005, p. 12.

“finzione giuridica” (*legal fiction*) che serve come punto di incontro di un insieme di relazioni contrattuali tra diversi individui³⁹; si tratta peraltro di una visione “allargata”, in quanto le relazioni contrattuali che formano l’essenza dell’impresa sono in pratica quelle che si instaurano con tutti gli *stakeholders* (dipendenti, fornitori, clienti, ecc.)⁴⁰. La loro idea deriva direttamente dalla visione contrattualistica dell’impresa, una teoria già emersa nel lavoro di Coase (1937).⁴¹ Il concetto è ripreso ed approfondito dallo stesso Jensen (1983)⁴², mentre una critica alla classica teoria dell’impresa è discussa da Fama (1980)⁴³. Alla base di tale concezione dell’impresa vi è la considerazione che i diritti di proprietà (property rights) sono in genere regolati attraverso contratti, sia impliciti che espliciti, e quindi i comportamenti degli individui operanti in un’organizzazione, incluso il comportamento dei manager, dipenderà dalla natura di tali contratti. In prima istanza gli “agency costs” rappresentano i costi associati alla separazione tra proprietà e controllo. È intuibile però, che sia impossibile prevedere in un contratto ogni scenario e ogni possibile reazione che un manager deve tenere per specifica situazione, ed ecco perché vengono organizzati dei sistemi di monitoraggio e di incentivo al management.

La teoria dell’agenzia si è sviluppata lungo due filoni⁴⁴:

³⁹ “It is important to recognize that most organizations are simply legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals”. Si veda: JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360, op. citata.

⁴⁰ “Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors and so on. The problem of agency costs and monitoring exist for all of these contracts”. v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), op. citata.

⁴¹ Si veda: COASE R., *The nature of the firm*, *Economica*, 1937, pp. 386 – 405.

⁴² “Unfortunately, the vast literature of economics that falls under the label of “Theory of the Firm” is not a positive theory of the firm, but rather a theory of markets. The organization or firm in that theory is little more than a black box that behaves in a value – or profit – maximizing way. In most economic analyses, the firm is modelled as an entrepreneur who maximized profits in an environment in which all contracts are perfectly and costlessly enforced”. v. Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, “Separation of Ownership and Control”, *The Journal of Law & Economics* Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), pp. 301-325, op. citata (p. 325).

⁴³ “This literature [the classical theory] fails to explain the large modern corporation in which control of the firm is in the hands of managers who are more or less separate from the firm’s security holders”. v. FAMA E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, *Journal of Political Economy*, vol. 88, n. 2, p. 289.

⁴⁴ I primi ragionamenti in merito alla separazione tra i due filoni di ricerca sembrano essere riconducibili a Michael Jensen: “Since the original papers by Spence and Zeckhauser [1971] and Ross [1973], substantial attention has been given to the development of the theory of agency. Interestingly, that development has resulted in two almost entirely separate and valuable literatures that nominally address the same problem. [...] what I have labelled the “positive theory of agency”. The other literature has acquired the label “principal-agent”. v. JENSEN M. C., *Organization theory and methodology*, *The Accounting Review*, n.vol.

- Il primo è il più celebre nella dottrina e influente, definito “positivista”: coloro che appartengono a questo filone si sono concentrati soprattutto sulla relazione tra azionisti e manager delle grandi imprese a proprietà diffusa⁴⁵, analizzando i meccanismi adatti per limitare i comportamenti opportunistici del manager o agente. Tra i positivisti, in particolare, tre articoli sono stati particolarmente influenti: Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983).
- Il secondo è minoritario, definito “*principal-agent*”: qui si è approcciato in maniera più astratta⁴⁶ alla relazione tra principale e agente e più ampia rispetto alla relazione azionista-manager⁴⁷.

Il modello organizzativo disegnato dalla teoria dell’agenzia si basa su tre ipotesi fondamentali:

- i soggetti (agente e principale) hanno l’obiettivo di massimizzare la loro utilità;
- l’agente (manager) conosce perfettamente l’impresa in cui opera, perciò possiede delle informazioni supplementari agli azionisti che ne detengono la proprietà ma non la gestiscono (asimmetria informativa).
- Diversa distribuzione del risultato economico: i manager hanno almeno una parte della retribuzione fissa, mentre quella degli azionisti è totalmente aleatoria.

La teoria dell’agenzia si incentra quindi sul fatto che i principali (gli azionisti) non sono in grado di controllare efficacemente l’operato dell’agente (il manager). Infatti, se ogni soggetto interno all’azienda massimizza la propria utilità, è possibile che l’agente non operi sempre nel miglior interesse del principale. Da qui l’esigenza di poter contrattualmente

LVIII, n. 2, April, 1983, p. 334. “Agency theory has developed along two lines: positivist and principal-agent. The two streams share a common unit of analysis: the contract between the principal and the agent”. v. EISENHARDT K. M., Agency theory: an assessment and review, *The Academy of Management Review*, vol. 14, n. 1, January, 1989, p. 59.

⁴⁵ “Positive researchers have focused almost exclusively on the special case of the principal-agent relationship between owners and managers of large, public corporations”. “From a theoretical perspective, the positivist stream has been most concerned with describing the governance mechanisms that solve the agency problem”. v. EISENHARDT K. M. (1989), op. citata, p. 58.

⁴⁶ “The principal-agent literature is generally mathematical and non-empirically oriented, while the positive agency literature is generally non-mathematical and empirically oriented”. v. JENSEN M. C. (1983), op. citata, p. 334

⁴⁷ “Principal-agent researchers are concerned with a general theory of the principal-agent relationship, a theory that can be applied to employer-employee, lawyer-client, buyer-supplier, and other agency relationship. [...] In contrast, the positivist writers have focused almost exclusively on the special case of the owner/CEO relationship in the large corporation”. V. EISENHARDT K. M. (1989), op. citata, p. 60.

direzionare il comportamento dell'agente attraverso disincentivi/incentivi in base alle sue scelte che per contro causeranno dei costi per il controllo. Questo è un problema rilevante e presente soprattutto nelle imprese a proprietà diffusa, come ad esempio le società per azioni quotate nei mercati regolamentati, mentre nelle imprese di minori dimensioni o nelle quali vi è la presenza di un azionista di controllo si può ovviare con costi di monitoraggio del management ben più ridotti. Un sistema di monitoraggio standard oggi prevede attività di auditing ed un articolato complesso di procedure per il controllo interno, l'esigenza di un ulteriore controllo da parte di terzi, un budget per la programmazione (redatto dal top management di concerto con i titolari dei centri di responsabilità interni all'azienda) e per il monitoraggio dei risultati.

Pertanto Jensen e Meckling individuano tre elementi che costituiscono insieme i costi di agenzia⁴⁸:

- I suddetti costi di monitoraggio effettuati dal principale.
- Le "bonding activities", ovvero attività che vincolano i manager e garantiscono gli azionisti contro azioni sleali dei manager (si pensi per esempio alla certificazione di bilanci da parte di auditor esterni).
- La "residual loss": vista la difficoltà pratica di poter svolgere tutto questo, Jensen e Meckling considerano che ci sia sempre una componente minima di errore e di perdita di utilità rispetto all'interesse degli azionisti per le scelte del management che definiscono "perdita residuale".

Definiti i costi di agenzia, Jensen e Meckling li contestualizzano all'interno di due diversi assetti proprietari:

- Nel primo caso c'è un azionista-manager che detiene il 100% del capitale dell'impresa. Qui di fatto non ci sono conflittualità tra figure con interessi contrapposti, in quanto proprietà e controllo coincidono. In altre parole, la massima utilità per il manager è la stessa dell'azionista.

⁴⁸ "We define agency costs as the sum of:

- *the monitoring expenditures by the principal;*
- *the bonding expenditures by the agent;*
- *the residual loss".* v. JENSEN M. C. – MECKLING W. H. (1976), *op. citata*.

- Nel secondo caso si presuppone che l'azionista manager non controlli il 100% del capitale, seppur ne detenga la maggioranza. Nonostante le azioni posseggano tutti gli stessi diritti, il manager-azionista potrà sfruttare un'utilità più alta di quanto formalmente le sue azioni gli consentano (avendo il vantaggio di essere l'azionista di maggioranza) ma sostenendo solamente la parte di costo corrispondente alla sua quota azionaria. In questo caso è altamente probabile che la minoranza intenda monitorare l'operato dell'azionista-manager, mentre quest'ultimo vorrà minimizzare questo costo per poter sfruttare con più libertà tutti i benefici monetari e anche non monetari (per esempio il prestigio sociale).

Questo secondo caso evidenzia in maniera intuitiva che un azionista-manager aprirà il capitale ad altri investitori (creando una relazione di agenzia con la minoranza) solamente quando l'utilità derivante dalla possibilità di investire risorse superiori a quelle personali sia maggiore ai costi di monitoraggio da sostenere.

Ultima argomentazione riguardo a questa teoria è il contributo di Fama e Jensen (1983), i quali asseriscono che il consiglio di amministrazione (board of directors) sia lo strumento di controllo che può risolvere (o quantomeno ridurre) il problema dell'agenzia. Infatti è una pluralità di persone (il board) che esegue l'attività di controllo e ne ha la responsabilità (e non un'unica persona), e tra queste ci sono amministratori indipendenti che non hanno interessi personali e possono prendere decisioni particolarmente spinose (si pensi, ad esempio, alla determinazione della remunerazione dei manager).

Le questioni sollevate da questa teoria non sono di facile soluzione. I contratti sono il frutto della limitata razionalità umana, dunque è impossibile prevenire ogni scenario futuro, oltre a rischiare di essere controproducente, in quanto un manager il cui libero arbitrio è vincolato ad ogni passo sarebbe impossibilitato a lavorare. Tuttavia è condivisibile che anche in questo caso la liquidità interna all'azienda possa ridurre queste problematiche: non ci sarebbero conflitti tra azionisti e obbligazionisti, in quanto si utilizzano delle risorse interne senza accedere ai mercati finanziari; un manager che opera tramite la liquidità è più agevole da controllare, oltre a non intaccare equity o debito, quindi non si creano conflitti con gli azionisti (sempre che non si intacchi la politica dei dividendi) e gli obbligazionisti.

In realtà, al di là dei conflitti tra manager e obbligazionisti o azionisti esistenti, la scelta degli strumenti di finanziamento è diventato anche un importante mezzo di comunicazione al pubblico di possibili investitori soprattutto per le aziende quotate. Infatti esiste un difficile trade-off tra l'esigenza di informare adeguatamente il mercato sul buon stato di salute dell'impresa (sia per attirare investitori, sia per esigenze di trasparenza richiesta dalle norme vigenti, sia per rafforzare l'immagine di un brand di fronte ai consumatori allo scopo di attirare chi non è ancora cliente) e il non fornire preziosissime informazioni sul proprio core business ai competitors. Su questa tematica, sul finire degli anni '70 si è sviluppata la teoria dei segnali, che costituisce un altro contributo da considerare per la scelta di detenere liquidità o meno.

1.5 La teoria dei segnali

Un'altra importante teoria ampiamente diffusa nella dottrina della corporate finance è la teoria dei segnali. La sua ideazione ha origine in due paper fondamentali, ovvero *Brealey, R., H. E. Leland, D.H. Pyle (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation, The Journal Of Finance, 32: 371-387*; *Ross S. A., The Determination of financial structure: the incentive-signalling theory, Bell Journal Of Economics, 8: 23-40*. La teoria si basa su un problema fondamentale: ispirare fiducia ai mercati fornendo ai potenziali investitori le informazioni necessarie per conoscere sufficientemente l'azienda e decidere se investire, senza però svelare ai competitors i segreti del suo successo e le strategie in essere. Il canale di comunicazione così prescelto è quello dei *segnali finanziari*: il punto di partenza è che un'impresa funziona se, grazie al suo core business ed eventualmente agli investimenti in segmenti non core, è in grado di coprire i suoi costi (primariamente la gestione corrente, poi gli investimenti a lungo termine, nuovi progetti finanziari a VAN positivo) e, di conseguenza, a perdurare nel tempo. Dunque un'impresa è vincente quando è sufficientemente elastica da adattarsi ad un ambiente e ad una clientela che può variare nel tempo. Per fare questo, è indispensabile che l'impresa reperisca sempre delle risorse finanziarie da adoperare ogniqualvolta ne abbia necessità, che sia tramite finanziamento interno grazie a flussi di cassa particolarmente ricchi, o tramite indebitamento o equity. Da queste semplici constatazioni, si trae che un'impresa che contrae debito è *segnale* di un'azienda in crescita, ed evidentemente consapevole del suo ruolo nel lungo periodo. Viceversa, un'impresa in uno stato di dissesto momentaneo

o conclamato, non punterà a contrarre nuovi debiti perché il rischio di bancarotta e il costo dell'indebitamento sarà troppo alto. Ebbene, sono questi i segnali che gli investitori possono trarre dal mercato. Naturalmente sono indicazioni generali che hanno un riscontro statistico rilevante ma che vanno contestualizzate e verificate dagli investitori. C'è da dire che un'impresa che va contro a quanto appena enunciato (provando ad ingannare il mercato indebitandosi (al fine di attirare nuovi capitali) oltre le sue possibilità quando è in uno stato precario e non di benessere), è molto probabile che vada incontro ad un default nel lungo periodo⁴⁹.

In conclusione, nel momento in cui si ha un cambiamento della struttura finanziaria di un'impresa, l'informazione che ne deriva diventa un segnale rilevante; più debito indica che un'impresa è prospera (Jensen (1986) e Stultz (1990)) e il prezzo azionario sale (Ross (1977), Noe (1988), Poitevin (1989), Harris & Raviv (1988, 1990a)), mentre una diminuzione del debito indica una riduzione della redditività aziendale e quindi il prezzo azionario diminuisce.

All'interno di questa interpretazione, la liquidità detenuta nelle imprese è diventato negli anni più recenti un segnale di solidità e benessere. Se si considerano le grandi imprese hi-tech del campione di Bank of America probabilmente queste rappresentano lo scenario appena delineato: Apple è una delle imprese più innovative che funge da traino per l'intero settore anche grazie alla sua solidità economica.

Tuttavia negli anni '80 altri studiosi hanno portato avanti un'idea ben più radicale, secondo cui per le aziende esiste una vera e propria gerarchia delle fonti da dover seguire: questa è la pecking order theory.

1.6 La teoria della pecking order theory (POT)

Si è appena visto che l'emissione di debito o di equity può essere letto dal mercato come un segno di forza o di debolezza. Se da un lato l'interpretazione del segnale può non essere

⁴⁹ È uno scenario che può succedere quando, ad esempio, un manager ha un contratto che prevede dei bonus personali al raggiungimento di determinate performance dell'impresa e, pur di ottenere questo vantaggio personale, il manager possa assumere delle decisioni che nel breve periodo permettono all'azienda di performare secondo quanto richiesto, ma nel lungo periodo mettono a rischio l'equilibrio economico-finanziario dell'azienda.

chiara, dall'altra parte è anche vero che il problema di fondo è che c'è un'asimmetria informativa tra il management a capo di un'azienda e l'insieme dei possibili investitori. È evidente che un manager che lavora quotidianamente nell'impresa avrà ben in chiaro la sua situazione finanziaria ed economica e potrà strutturare il capitale dell'azienda secondo un determinato ragionamento, mentre l'investitore con un limitato budget da spendere baserà la sua decisione considerando la sua propensione al rischio, valutando come può l'impresa e in talune occasioni anche usando un po' di istinto. Da questa premessa, Myers e Majluf nel 1984⁵⁰ formalizzano la pecking order theory o teoria dell'ordine di scelta: data un'asimmetria informativa tra i manager di un'impresa e la folla di potenziali investitori, il timing con cui scegliere uno strumento per finanziarsi costituisce una chiave di volta per minimizzare perdite e/o costi nel futuro prossimo. Infatti, se ci si pone nei panni di un manager, per finanziare l'impresa che si ha in gestione si può scegliere tra equity e debito: nel momento in cui il mercato sopravvaluta l'impresa, il valore di ogni azione aumenta, e il manager potrebbe emettere nuovo equity per sfruttare questo vantaggio, così da incassare una cifra più alta di quello che vale il sottostante; viceversa, quando un'impresa è sottovalutata e le sue azioni sono deprezzate, è più conveniente prendere a prestito e non esporsi ad un'ulteriore abbassamento del valore di mercato con una nuova emissione. Per minimizzare gli effetti derivanti dall'esposizione sul mercato, esiste un ordine gerarchico specifico di strumenti di finanziamento:

1. Usare il finanziamento interno: è il modo più semplice per bypassare lo scetticismo degli investitori, che potrebbe arrecare danno all'impresa sia nel caso in cui questa si finanziasse tramite equity sia tramite debito nel momento in cui gli investitori non riescano ad attribuire il giusto valore all'impresa o non individuino chiaramente il suo percorso di crescita.
2. Emettere prima i titoli più sicuri: in concreto significa prima saturare la capacità di indebitamento e poi procedere con l'emissione di titoli ibridi o di equity. Infatti l'emissione di nuove azioni potrebbe essere influenzata dal *mispicing*, ovvero dalla paura di anomalie sul prezzo, mentre il debito, garantendo un ritorno agli

⁵⁰ Si veda: Myers e Majluf, "Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", 1984, The Journal Of Financial Economics, 13: 187-221.

obbligazionisti che è un costo per l'impresa, non dovrebbe essere abusato intenzionalmente da parte dei manager e dovrebbe perciò trasmettere più serenità agli investitori. Chiaramente ciò non toglie la possibilità che un'impresa possa trovarsi in una condizione di dissesto anche solamente usufruendo di strumenti di debito.

3. Ultimo strumento è l'emissione di nuove azioni, che espone al massimo l'azienda sul mercato.

Rispetto alle teorie precedenti, in particolar modo quella del trade-off, si comprende che non esiste un vero ammontare target di leva finanziaria, ma tutto dipende dalle percezioni del mercato, dai cash flow generati internamente all'azienda e dall'ammontare di investimenti necessari per mantenere in salute o rilanciare l'impresa. "In questo modo, l'ammontare di leva finanziaria dipende dalla quantità di progetti disponibili e dalla fortuna che essi incontrano"⁵¹. In più, con la teoria dell'ordine di scelta, mentre le imprese con scarse opportunità di investimento ma elevati flussi di cassa sono poco o per nulla indebitate, le imprese con alti tassi di crescita e ridotti flussi di cassa risulteranno estremamente indebitate. Infine, se i mercati sono scettici causando difficoltà alle imprese nel reperire fonti di finanziamento, si deduce che a queste converrà avere una capacità finanziaria in eccesso (*financial slack*), evitando i rischi insiti nel mercato.

Questa teoria riprende quindi il concetto tanto caro a Keynes della precauzione nel detenere liquidità in azienda, dando una valida interpretazione sul perché soprattutto i colossi dell'hi-tech si armino di ingente liquidità, considerando che è un settore in continua evoluzione, in cui i cambiamenti sono repentini e bruschi grazie alle innovazioni dirompenti che entusiasmano i consumatori e generano vere e proprie mode. Inutile evidenziare come questa teoria sia nettamente a favore dell'accumulo di liquidità come mezzo per minimizzare i costi derivanti dall'approccio col mercato. In realtà studi successivi hanno ipotizzato che non esista uno strumento migliore in assoluto, bensì uno può essere migliore di un altro in base alle condizioni del mercato in un dato istante.

⁵¹ Si veda: "Politiche finanziarie e strategie di investimento", McGraw-Hill 2013, pp. 439, op. citata.

1.7 La teoria del Market timing

Di specie affine alla POT è la teoria del market timing, formalizzata per la prima volta in due paper, ovvero quello di Lucas e McDonald nel 1990 e poi quello di Korajczyk, Lucas, e McDonald nel 1992. In questa teoria fungono da comparse gli stessi attori già visti in precedenza, ovvero l'asimmetria informativa tra manager e investitori, la scelta tra strumenti di finanziamento diversi, ma la trama è nettamente diversa: qui non si tratta di ricercare un rapporto di indebitamento ottimale o di ricalcare opportunamente una gerarchia delle fonti, bensì di leggere correttamente le condizioni del mercato per rispondere all'interno di quell'arco di tempo in cui esse sono presenti con l'accensione dell'adeguato strumento di finanziamento. Il timing qui non fa riferimento all'asimmetria informativa che intercorre tra management e il pubblico degli investitori (che è totalmente ininfluenza in questo modello), ma il tempo nel quale risulta strategico per il manager utilizzare uno specifico strumento finanziario sfruttando delle determinate condizioni di mercato. I latini dicevano "*carpe diem*", ovvero cogli l'attimo: è questo il vero cuore della teoria, ovvero interpretare il trend sul mercato e sfruttarlo a proprio favore. Questa concezione di efficienza è senz'altro figlia del processo di globalizzazione a cui il mondo sta partecipando, dove i confini geografici stanno via via sfumando e i tempi si stanno nettamente accorciando. L'uomo sta vivendo la quarta rivoluzione industriale, ovvero quella dei Big Data, in cui innovazioni dirompenti sull'onda della technology push si susseguono freneticamente (lo smartphone e il concetto di piattaforma tecnologica, il fenomeno dell'IOT, ecc.) e dove la comunicazione è veloce e globale, permettendo alle informazioni, alle competenze, alle notizie e alle persone di viaggiare velocissimamente da un continente ad un altro. Questa velocità naturalmente contraddistingue anche i mercati: ne nascono continuamente di nuovi (i cosiddetti *oceani blu*), mentre negli esistenti (ovvero gli *oceani rossi*) la competizione si sposta sempre di più verso il prezzo. L'oggetto nuovo, di tendenza, o l'innovazione di significato di ciò che già esiste permette alle aziende di creare nuovi bisogni e mode che quando fanno presa tra il pubblico, riescono a far schizzare fatturati, diffondendo nel tempo una certa brand awareness, facendo nascere community o nuove figure lavorative (come l'influencer che pubblicizza i marchi sui social). Dunque in un'epoca dove tutto è di dominio pubblico e le informazioni circolano velocemente (o parimenti le fake news, visto che il rovescio della medaglia della

libertà d'espressione connessa alla società liquida ha prodotto fonti informative spesso poco autorevoli), è fondamentale per le aziende curare la propria immagine e sfruttare le onde positive del mercato per reperire in modo efficiente risorse finanziarie. Un esempio recente è Xiaomi, un colosso cinese che è diventato il quarto produttore al mondo di smartphone alle spalle dei colossi Apple, Samsung e Huawei, che si è costruita una fama importante a livello internazionale grazie ad un prodotto premium venduto a prezzi decisamente competitivi, che su questa onda è sbarcato in Italia e si appresta a quotarsi con una IPO da 10 miliardi di dollari sulla borsa di Hong Kong, aumentando il suo valore e raggiungendo una cifra compresa tra gli 80 miliardi e i 100 miliardi di dollari.

Da ultimo è importante sottolineare che la tempestività nel cogliere un'opportunità di crescita non è un concetto sconosciuto alla dottrina: invero, trova il suo archè già nel pensiero di Myers, a cavallo tra il 1976 e il 1977. Quest'ultimo nel suo famoso paper "Determinants of corporate borrowing"⁵² già sottolinea come per un manager finanziario non sia importante distinguere tra *growth opportunities* e *assets in place*, bensì tra assets considerabili come call options (che lui chiama "*real options*"), il cui valore dipende dagli investimenti discrezionali futuri, e assets (che lui chiama "*real assets*") il cui valore non dipende dalle scelte strategiche dell'impresa. Se V_D è l'ammontare di debito che massimizza il valore dell'impresa (V) e V_G la parte del valore dell'impresa accantonato per le opportunità di crescita, V_D deve essere inversamente proporzionato a V_G . In una visione più ampia, secondo Myers, i real assets dovrebbero essere finanziati di più col debito, perché sono dei costi irrecuperabili e per definizione non discrezionali; al contrario le real options, essendo costi discrezionali, sono opportunità che vanno sfruttate non appena si presentano, senza essere subordinati alle pretese dei creditori per i debiti vigenti in quell'istante, che potrebbero rendere un'opzione non più conveniente a causa delle loro richieste di rimborso. Dunque il mezzo di finanziamento ideale appare essere ancora una volta la liquidità.

⁵² Si veda: Stewart C. Myers, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5 (1977), 147-175.

1.8 Tendenze dei tempi recenti e conclusioni

Questo capitolo ha riepilogato in maniera sintetica le principali teorie sulla struttura del capitale d'azienda presenti nella dottrina, con un occhio di riguardo alla tematica principe di questo elaborato, ovvero il ruolo della liquidità. Le conclusioni che si possono trarre sono le seguenti:

- Nella teoria di Modigliani-Miller la liquidità non impiegata in assets strategici per l'impresa o non distribuita in dividendi risulta essere un costo evitabile. L'indebitamento è conveniente grazie ai vantaggi dello scudo fiscale, tuttavia non vengono presi in esame i costi del dissesto, di bancarotta, di monitoraggio, ecc.
- Similmente, nella teoria del trade-off la liquidità non evidenzia un vero vantaggio, mentre un livello di indebitamento ottimale (in grado di bilanciare i benefici dello scudo fiscale con i costi del dissesto) risulta essere più conveniente.
- Rispetto ai costi di agenzia e alla POT la liquidità costituisce un solido rifugio: permette di evitare possibili ingerenze del manager sulle quote degli azionisti o di spostare il rischio d'impresa sugli obbligazionisti attraverso progetti rischiosi. Per la teoria dell'ordine di scelta il finanziamento interno è assolutamente la via principale da perseguire per un'impresa.
- Rispetto alla teoria dei segnali e al market timing la liquidità "ha valore segnaletico nei confronti del mercato relativamente alla solidità e alla solvibilità dell'impresa, con effetti positivi sul valore di mercato dei titoli, sul merito di credito e, conseguentemente, sull'accesso ai capitali esterni"⁵³. Un esempio è il caso Unicredit, riportato dal Sole 24 Ore il 29 Settembre del 2008⁵⁴.

La letteratura di natura empirica più recente per quanto concerne il cash holding si è divisa in due filoni di studi: uno incentrato sulle determinanti del cash holding (Almeida et al. 2004; Dittmar et al. 2003; Kalcheva, Lins 2007; Harford et al. 2008; Couderc 2005),

⁵³ Si veda: M. La Rocca, T. La Rocca, R. Staglianò, A. Cariola, "Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia", Rcs libri S.p.a., 2012, pp. 79, op. citata.

⁵⁴ Nell'articolo intitolato "Unicredit, Profumo tranquillizza i dipendenti: non ci sono problemi di liquidità" Profumo affermava: "I coefficienti di liquidità, sia a breve che a medio termine, superano in maniera significativa i limiti approvati dal cda e quelli richiesti dai regolatori in tutti i paesi in cui operiamo" ... "In particolare, gli stock di liquidità a breve termine sono dieci volte sopra i limiti prima menzionati e garantiscono liquidità al gruppo ben oltre il 2008 senza dover far ulteriore ricorso al mercato."

l'altro sulla relazione cash holding-valore (Pinkowitz, Williamson 2002; Mikkelson, Partch 2003; Dittmar, Mahrt-Smith 2007; Faulkender, Wang 2006; Pinkowitz et al. 2006; Denis, Sibilkov 2007; Drobetz et al. 2010). Ebbene non è possibile cogliere delle conclusioni univoche, in quanto ogni studio prende specifici campioni di imprese, che variano per le dimensioni, per la loro localizzazione geografica e la regolamentazione che viene loro applicata. Ne è una dimostrazione il seguente grafico, che mostra la divergenza di opinioni di molti studiosi che si sono chiesti la relazione che intercorre tra valore di impresa e la quantità di liquidità tenuta come riserva in azienda.

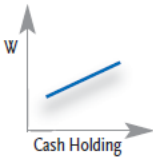
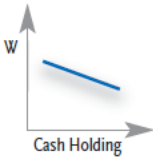
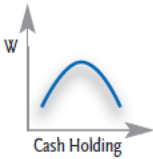
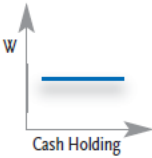
Relazione	Descrizione	Autori
<p>Positiva</p> 	<p>La relazione positiva deriva da una prevalenza dei benefici (per es., minore costrizione finanziaria, maggiore flessibilità finanziaria) rispetto ai costi connessi all'accumulo di liquidità. L'impresa ha modo di abbattere i costi di transazione come suggerisce la TOT e, di conseguenza, all'aumentare del cash holding, aumenta la capacità di creazione di valore</p>	<p>Myers, Majluf (1984); Myers, Rajan (1998); Kim et al. (1998); Pinkowitz, Williamson (2002)</p>
<p>Negativa</p> 	<p>La relazione negativa mostra una prevalenza dei costi di agenzia, e del rischio di dissipazione di valore, rispetto ai benefici generalmente associati alla liquidità; conseguentemente, l'aumento del cash holding deprime il valore dell'impresa amplificando l'opportunità manageriale</p>	<p>Easterbrook (1984); Jensen, Meckling (1976); Blanchard et al. (1994); Opler et al. (1999); Pinkowitz (2000); Dittmar et al. (2003); Kalcheva, Lins (2007); Faulkender, Wang (2006); Couderc (2005)</p>
<p>Non lineare</p> 	<p>Alcuni autori non rilevano una relazione lineare; alcune variabili (corporate governance, asimmetria informativa e altre ancora), entro certi limiti, consentirebbero ai benefici di superare i costi del cash holding; oltre certi valori di cash holding, però, i costi assumono un peso tale da deprimere valore</p>	<p>Lundstrum (2003); Harford et al. (2008)</p>
<p>Nulla</p> 	<p>In alcuni studi di natura empirica, a causa sia della complessità dei mercati di riferimento sia delle tipologie di imprese esaminate, la presenza di cash holding non incide sulle performance delle imprese analizzate, mettendo così in discussione l'esistenza di un legame tra cash holding e valore</p>	<p>Mikkelson, Partch (2003)</p>

Figura 6: Relazione tra valore d'impresa e disponibilità finanziarie, rielaborazione di M. La Rocca et al. Di Rcs libri S.p.a.

Tuttavia le motivazioni esposte da Keynes nel 1936 introdotte a inizio capitolo, sono ancora molto valide per favorire la costituzione di riserve di liquidità. Gli strascichi della recente crisi economica mondiale, da cui sia il sistema bancario internazionale sia diversi stati non si sono ancora liberati, e la globalizzazione, con i suoi cambiamenti improvvisi e determinanti, non sono le fondamenta ideali per la stabilità. Prevedere il futuro da qui ad almeno 5-10 anni sembra davvero difficile visti i ritmi dell'economia moderna. La liquidità eccedente potrebbe allora essere un valido alleato, in grado di rispondere altrettanto rapidamente agli stimoli esterni (positivi se nasce l'opportunità di attivare un investimento specifico particolarmente florido (Myers e Majluf 1984), o negativi quando la domanda sul mercato subisce una flessione alterando i cash flow (Ditmar et al. 2003)) garantendo elasticità alle imprese (Graham e Harvey 2001), capacità di adattamento in caso di deficit di liquidità momentanea (Lins et al. 2010). Abbassare il rischio finanziario, detenere una posizione economica di forza in grado di difendersi da acquisizioni ostili o sconfiggere i competitors nell'accaparrarsi una determinata risorsa distintiva, preservare un'immagine pubblica di solidità e sicurezza, garantirsi la possibilità di reinventarsi attraverso un oceano blu quando si capisce che un business è arrivato a maturazione e l'impresa è in fase di declino, sono tutti motivi validi per detenere liquidità. Non vanno dimenticati anche i costi della liquidità, se si pensa ai problemi di agenzia affrontati da Jensen e Meckling, ai minori rendimenti del cash rispetto ai titoli del tesoro ritenuti di rischio equiparabile (ovvero a rischio zero).

Tuttavia la recente crisi economica del 2008, con quella successiva dei debiti degli stati sovrani in Europa del 2012, ha influenzato molto la comunità internazionale sul tema: la liquidità assume il ruolo di cuscinetto o di mezzo per sfruttare le *growth opportunities*. Oltre all'esempio di Unicredit sopracitato, se ne possono menzionare moltissimi altri: nel 2009 Brembo ha acquistato con le proprie riserve di liquidità un ramo d'azienda per la commercializzazione dei volani a motore da Sawem Industrial, in Brasile; nel 2011 Microsoft acquista Skype per 8,5 miliardi di dollari in contanti. "In Italia Bigelli e Sanchez-Vidal (2012) evidenziano come, in media, le imprese italiane detengano circa il 10% di cash stock sul totale attivo, rispetto a un valore compreso fra l'8 e il 10,5% nelle imprese

quotate negli Stati Uniti (Kim et al. 1998; Opler et al. 1999) e al 12,6% riscontrato da Drobetz et al. (2010) in un campione di imprese estratte da quarantacinque paesi⁵⁵.

Il sistema bancario è in continua evoluzione, nel tentativo di legiferare con normative condivise a livello internazionale o almeno per aree geografiche (per esempio l'UE), e questo non aiuta il tessuto imprenditoriale ad espandersi. Dal punto di vista normativo, il quid della nuova legislazione in atto sta nella rielaborazione dei sistemi di prevenzione e valutazione dei rischi nel core business degli istituti finanziari, volti ad un irrigidimento nelle procedure di accesso al credito soprattutto per le PMI che hanno meno garanzie da offrire. Questo comporta un aumento dei costi per l'accensione dei prestiti bancari: in Italia nel 2012 i tassi per le PMI hanno raggiunto la media del 5,6% con uno spread rispetto a quello per le grandi imprese dell'1,8% secondo le statistiche di Banca di Italia. Le PMI italiane sono il 99% del tessuto imprenditoriale, dunque il costo dei prestiti pesa molto all'interno del paese, e sempre di più la difficile pianificazione finanziaria spinge le stesse imprese a prendere a prestito a breve termine se non si riesce a lungo termine. Le figure 7 e 8 sintetizzano le forme di finanziamento adoperate dalle imprese italiane tramite il sistema bancario, divise sia per settore industriale sia per area geografica.

Principali forme tecniche di credito bancario che utilizzano le imprese italiane per settore di appartenenza
(Valori percentuali)*

	Agricoltura	Industria	Costruzioni	Commercio	Turismo	Altri servizi	TOTALE
Anticipi di credito	11,0	21,3	9,4	7,2	5,2	10,0	10,0
Crediti di firma	4,5	4,1	2,7	1,8	1,5	2,2	2,6
Aperture di credito in c/c	17,8	27,5	26,2	24,3	19,2	18,4	22,8
Prestiti personali o subordinati	14,1	9,8	7,3	6,6	9,7	6,5	8,4
Mutui	24,7	22,4	17,7	16,4	23,6	10,5	18,3
Leasing finanziario	7,1	6,3	3,3	2,3	2,6	4,1	3,9
Factoring	0,4	0,8	0,1	0,0	0,5	0,1	0,2
Altre tipologie	0,0	0,7	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1
Nessuno strumento finanziario	51,5	40,2	54,2	55,1	53,1	62,7	53,6

* Trattandosi di domanda a risposta multipla il totale può differire da 100

Fonte: Rapporto Nazionale sull'accesso al credito delle imprese, 2015

Figura 7: principali forme di credito bancario usate dalle imprese italiane, divise per settore industriale, rielaborazione del Rapporto nazionale sull'accesso al credito delle imprese, 2015.

⁵⁵ Si veda: M. La Rocca, T. La Rocca, R. Staglianò, A. Cariola, "Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia", Rcs libri S.p.a., 2012, pp. 74, op. citata.

Principali forme tecniche di credito bancario che utilizzano le imprese italiane per macroarea di appartenenza (Valori percentuali)*

	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Mezzogiorno	ITALIA
Anticipi di credito	8,1	11,6	12,2	9,2	10,0
Crediti di firma	4,0	2,3	2,7	1,7	2,6
Aperture di credito in c/c	20,7	25,4	24,0	22,0	22,8
Prestiti personali o subordinati	8,8	10,8	6,7	7,6	8,4
Mutui	21,6	19,7	17,4	15,2	18,3
Leasing finanziario	3,8	4,0	4,5	3,6	3,9
Factoring	0,0	0,5	0,1	0,3	0,2
Altre tipologie	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1
Nessuno strumento finanziario	52,9	46,5	52,1	59,7	53,6

Figura 8: principali forme di credito bancario usate dalle imprese italiane, divise per area geografica e per settore industriale, rielaborazione del Rapporto nazionale sull'accesso al credito delle imprese, 2015.

In conclusione la disponibilità di fonti di finanziamento interne permette all'impresa di non essere dipendente da fattori che non può controllare, ovvero dal mercato degli investitori, sia pubblici che privati, o da altre calamità imprevedibili.

Nel secondo capitolo si procede con l'analisi empirica: verrà affrontato dapprima uno studio sul Veneto con i dati di Banca d'Italia e poi verrà analizzato il campione di Mediobanca contenente 2065 imprese, allo scopo di verificare settore per settore e area geografica per area geografica, quali imprese stanno aumentando la loro liquidità, in che proporzioni, e quali conseguenze si possono trarre da questo comportamento.

Capitolo 2: analisi campionaria

2.1 Introduzione

Per lo svolgimento dell'analisi empirica si è impostato il ragionamento a partire dall'articolo del Sole 24 Ore di Andrea Franceschi citato all'inizio dell'elaborato: Moody's ha riscontrato un trend in crescita per quanto attiene la liquidità rapportandola al fatturato di ogni impresa o settore, riscontrando un nuovo record del parametro così composto a fine 2016.

Dunque, ci sono una serie di domande da porsi: l'aumento di liquidità è un fenomeno che caratterizza anche l'Italia? È un trend che contraddistingue solo aziende con fatturati elevati, o vale per le imprese di ogni dimensione? Dipende forse dal settore? Riguarda imprese quotate o anche non quotate? Di conseguenza si assumono solo dati contabili o anche economici? Rispondere a questi quesiti è tutt'altro che semplice. Il problema principale è reperire dei dati affidabili e comporre un campione significativo, adatto a rappresentare tutta la popolazione. Dopo diversi tentativi e approcci, si è scelto di basarsi sui dati e le considerazioni di Banca d'Italia e di Mediobanca. I due celebri istituti portano avanti da anni degli studi approfonditi e autorevoli che possono fungere da perfetto banco di prova per questo elaborato.

Perciò si procederà in questo modo: lo studio partirà dall'analisi della liquidità in Veneto, poi allargherà il suo bacino all'Italia intera attraverso dapprima uno studio aggregato e poi settore per settore per capire se c'è una correlazione tra l'aumento della liquidità e uno specifico tipo di business.

2.2 Dimensione geografica del fenomeno e settori di appartenenza.

2.2.1 Veneto

Per rispondere alla prima domanda si è partiti dal particolare per arrivare al generale: all'uopo Banca d'Italia fornisce report periodicamente aggiornati sullo stato dell'economia di regione in regione. In giugno è stato pubblicato quello riguardante il Veneto⁵⁶.

Ebbene, per quanto attiene alla redditività delle imprese, gli ultimi dati disponibili (2016) su un campione di 46000 società di capitali presenti negli archivi di Cerved Group⁵⁷ attestano un trend in miglioramento della redditività operativa con un rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e attivo che ha raggiunto l'8,1%. Questo risultato è riconducibile sia all'uscita di mercato delle aziende con performance peggiori sia di converso al miglioramento di quelle attive. Se si lega il rafforzamento della redditività operativa al calo dei tassi di interesse, si può comprendere l'ulteriore flessione dell'incidenza degli oneri finanziari sul MOL, ormai giunta al 10% nel 2016. Infatti, volgendo l'attenzione al tasso di interesse medio applicato allo stock dei debiti bancari alle imprese venete, si denota una riduzione imponente dal 5,8% al 2,5% tra il 2007 e il 2017 grazie alla politica monetaria espansiva della BCE: il bazooka di Mario Draghi, ovvero il Quantitative Easing, si è rivelato vera linfa vitale per gli stati sovrani e per il mercato bancario, giungendo in un secondo momento ad irrorare anche il tessuto imprenditoriale locale in modo sufficientemente capillare. Benessere che si ravvisa anche in un aumento del rendimento del capitale proprio (ROE), che si attesta al 9% nel 2016 contro il 6% dell'anno precedente.

Va sottolineato che la flessione dei tassi di interesse bancari risulta differenziata in base alla rischiosità delle imprese: secondo l'analisi del Cerved Group la dinamica dei tassi per le imprese a rischio medio è stata in linea con quelle ad alto rischio a causa dell'aumento dell'avversione al rischio delle banche (non a caso dal 2007 al 2016 c'è stata una ricomposizione del portafoglio prestiti a favore delle imprese a basso rischio, con un peso

⁵⁶ Si veda: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2018/2018-0005/1805-veneto.pdf>

⁵⁷ Si veda: <https://www.cerved.com/it/chi-siamo>

passato dal 25% al 47%). Altrettanto influente è l'opera di razionalizzazione della gestione finanziaria da parte delle imprese, che stanno privilegiando il meno oneroso indebitamento a scadenza rispetto ai finanziamenti a revoca⁵⁸ e autoliquidanti⁵⁹.

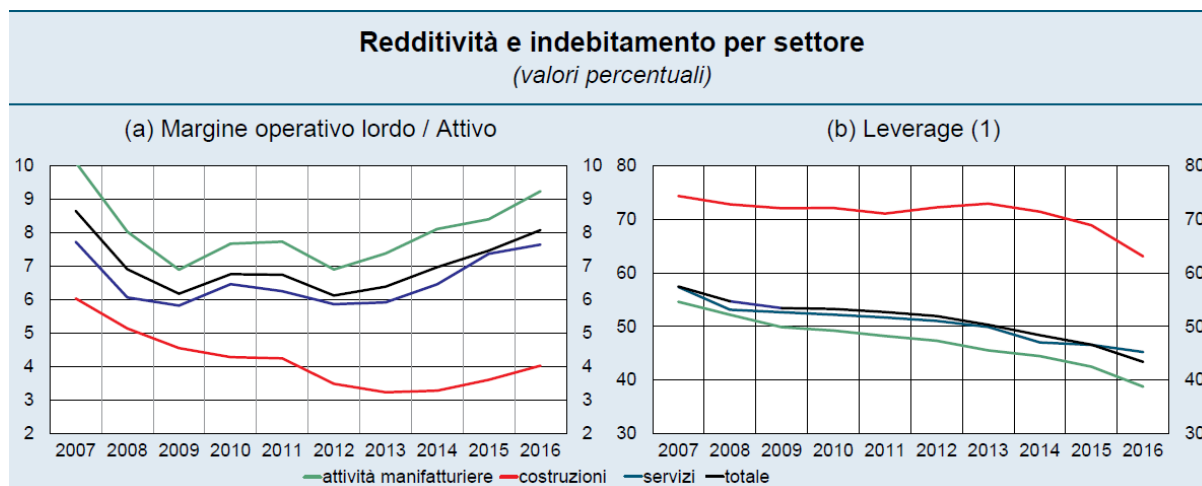


Figura 9: Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Campione aperto di società di capitali. (1) Rapporto fra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto.

Invero, per quanto concerne la struttura finanziaria, la miglior redditività ha incrementato la capacità delle imprese di autofinanziarsi, consentendo di coprire il fabbisogno finanziario derivante dagli investimenti fissi. Questo ha permesso di accumulare considerevoli quantità di liquidità: in particolare l'indice di liquidità finanziaria (inteso come la somma di depositi e titoli quotati detenuti in banca in rapporto all'indebitamento a breve verso banche e società finanziarie) ha raggiunto il 166% a fine 2017 (si veda figura 10). Di pari passo nel 2016 si nota un accentuato processo di deleveraging (ricordando che il leverage qui è il rapporto tra debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e il patrimonio netto) con un calo del 3% rispetto al 2015 e del 14%

⁵⁸ "i prestiti bancari "a revoca" sono quelli concessi a scadenza indeterminata ma per i quali la banca si riserva la facoltà, incondizionata ed insindacabile, di richiedere al finanziato la restituzione delle somme erogate, con tempi di preavviso molto brevi" op. citata, si veda: https://www.unite.it/UniTE/Engine/RAServeFile.php/f/File_Prof/DI_ANTONIO_784/I_Finanziamenti_a_BREVE_TERMINE.pdf.

⁵⁹ I finanziamenti "autoliquidanti" rappresentano una tipologia di finanziamento agevolato per le imprese, attraverso le quali l'azienda ottiene l'Anticipo Fatture, il Salvo Buon Fine o le Ricevute Bancarie.

rispetto al livello precrisi. Questo processo è stato facilitato dal calo dell'indebitamento dal 2013 al 2016, ed ha interessato tutti i settori e tutte le classi dimensionali. Le figure 10 e 11 mostrano in modo inequivocabile come le imprese del Veneto aumentino la propria liquidità a titolo precauzionale e abbassino il rischio finanziario, avvertendo di converso un rischio operativo generalmente più alto.

Banca d'Italia non fornisce ulteriori dettagli circa i settori maggiormente contraddistinti dall'aumento di liquidità e dalla diminuzione dei debiti finanziari, asserendo che di fatto questo fenomeno riguarda le imprese di tutti i settori e di tutte le dimensioni.

A questo punto dell'elaborato si sono cercate informazioni riferibili all'Italia intera, così da allargare i confini dell'analisi. A tale scopo, la migliore fonte a disposizione in termini di autorevolezza e di credibilità è uno studio di Mediobanca che concerne 2065 imprese, all'interno del medesimo intervallo di tempo 2007-2016⁶⁰.

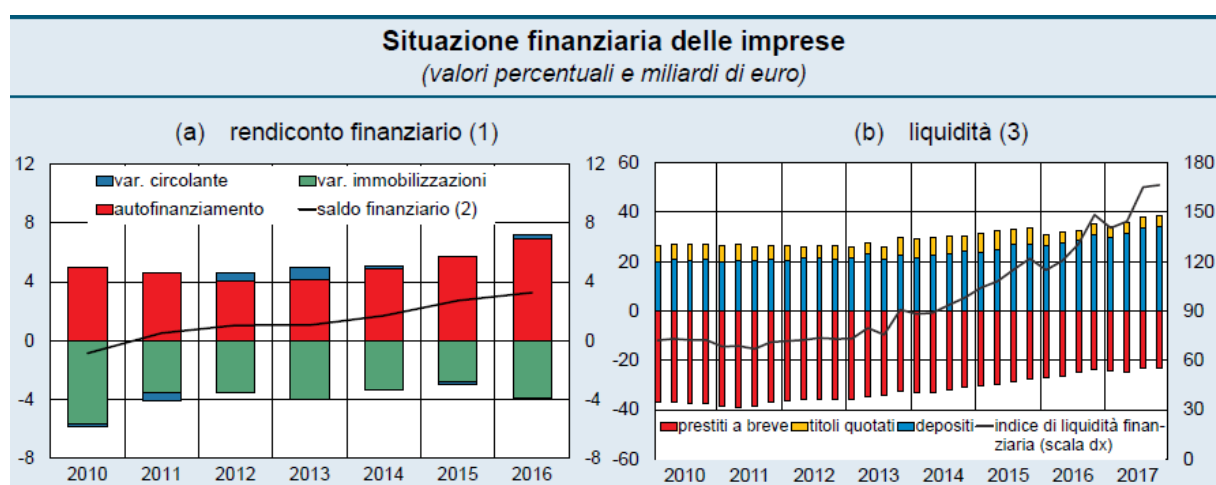


Figura 10: Fonte: Elaborazioni su dati Cerved Group, Centrale dei rischi e segnalazioni di vigilanza. (1) Campione a scorrimento di società di capitali. Valori espressi in percentuale dell'attivo di bilancio. A valori positivi e negativi corrispondono, rispettivamente, flussi di cassa prodotti e assorbiti dall'attività di impresa. - (2) La voce è pari all'autofinanziamento cui si sottrae la variazione dell'attivo immobilizzato e quella del circolante; a valori positivi corrisponde un surplus finanziario. (3) Le componenti della liquidità sono espresse in miliardi di euro. L'indice di liquidità finanziaria è calcolato come rapporto tra l'avanzo, costituito dai depositi con scadenza entro l'anno e dai titoli quotati detenuti presso le banche, e il disavanzo, dato dai prestiti con scadenza entro l'anno ricevuti da banche e società finanziarie.

⁶⁰ Si veda: <https://www.mbres.it/it/publications/financial-aggregates-italian-companies>

Indicatori economici e finanziari delle imprese (valori percentuali)										
VOCI	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Margine operativo lordo / Valore aggiunto	38,0	33,3	31,2	33,5	32,9	30,3	30,9	32,9	33,7	34,9
Margine operativo lordo / Attivo	8,7	6,9	6,2	6,8	6,7	6,1	6,4	7,0	7,5	8,1
ROA (1)	6,3	4,6	3,2	3,9	3,9	3,2	3,3	4,2	4,7	5,6
ROE (2)	8,2	2,3	0,7	3,5	3,1	1,0	1,3	3,8	6,3	8,6
Oneri finanziari / Margine operativo lordo	22,6	30,1	22,1	16,0	18,4	21,4	19,2	16,4	13,3	10,5
Leverage (3)	57,5	54,7	53,4	53,3	52,7	51,9	50,3	48,4	46,6	43,4
Leverage corretto per la liquidità (4)	53,4	51,1	49,0	48,7	48,2	47,2	44,7	41,8	39,1	34,5
Posizione finanziaria netta / Attivo (5)	-27,9	-28,4	-27,0	-26,0	-25,9	-25,5	-23,7	-21,6	-20,2	-17,2
Debiti finanziari / Fatturato	28,8	30,2	33,3	31,5	30,3	30,6	29,6	28,3	27,3	24,9
Debiti bancari / Debiti finanziari	78,7	77,7	77,2	76,6	76,6	75,8	76,5	76,1	74,7	71,3
Obbligazioni / Debiti finanziari	1,2	1,3	1,4	1,2	1,2	1,1	0,9	1,3	2,7	4,6
Liquidità corrente (6)	118,3	116,3	117,1	115,7	114,8	115,0	117,2	119,5	124,4	129,4
Liquidità immediata (7)	80,8	78,6	80,1	79,8	79,2	79,7	82,1	84,4	88,3	92,6
Liquidità / Attivo	5,9	5,2	6,1	6,2	6,0	6,3	7,1	8,0	8,7	9,6
Indice di gestione incassi e pagamenti (8)	20,2	20,5	22,7	21,6	20,4	20,3	19,2	18,8	18,4	16,9

Figura 11: Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Campione aperto di società di capitali. (1) Rapporto tra l'utile corrente ante oneri finanziari e il totale dell'attivo. – (2) Rapporto tra il risultato netto rettificato e il patrimonio netto. – (3) Rapporto fra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto. – (4) Rapporto fra i debiti finanziari al netto della liquidità e la somma dei debiti finanziari al netto della liquidità e del patrimonio netto. – (5) Rapporto tra somma delle disponibilità liquide e attività finanziarie al netto dei debiti finanziari e totale attivo. – (6) Rapporto tra attivo corrente e passivo corrente. – (7) Rapporto tra attivo corrente, al netto delle rimanenze di magazzino, e passivo corrente. – (8) Rapporto tra la somma dei crediti commerciali e delle scorte al netto dei debiti commerciali e il fatturato.

2.2.2 Italia

“L’indagine di Mediobanca riporta i dati cumulativi di 2065 società industriali e terziarie di grande e media dimensione per gli anni dal 2007 al 2016”⁶¹. Più precisamente sono state incluse tutte le aziende italiane con più di 500 dipendenti e all’incirca un quinto di quelle manifatturiere di media dimensione. Inoltre si specifica che le tabelle informative sono state prodotte sulla base di insiemi chiusi di aziende in funzionamento, e l’assetto proprietario è stato mantenuto costante considerando in vigore l’ultimo a disposizione, ovvero datato 2016. L’analisi che ivi si presenta procederà in primis con una disamina generale dell’andamento delle imprese in termini di fatturato, investimenti, risultati

⁶¹ Si veda: https://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/dc_2017.pdf, pag. VII, op. citata, con l’esclusione delle imprese dei settori A, K, L, N, O, P, Q, S, T e U secondo il codice Ateco 2007.

economici e rendimento del capitale, per poi focalizzarsi sul concetto di liquidità e riduzione del debito, sia in aggregato che dividendo il campione in settori secondo il codice Ateco 2007. Gli aggregati sono stati composti secondo diverse logiche:

- In base all'assetto proprietario: da qui la divisione in imprese pubbliche, private o a controllo estero.
- In base al tipo di attività svolta: manifatturiere, industriali, industriali in senso stretto, terziario.
- Per dimensione: medie imprese, medio grandi imprese; la somma di questi due gruppi definisce il IV capitalismo⁶².

Dunque, in base allo scopo di questo elaborato, una volta estrapolata una panoramica a carattere generale, il secondo insieme di aggregati verrà escluso dall'analisi più specifica, in quanto risulta più interessante capire il ruolo della classificazione per fatturato e per assetto proprietario nei confronti della liquidità, mentre il tipo di attività svolta sarà approfondito mediante lo studio dei singoli settori.

Il primo passo di questa analisi si concentra sui dati relativi al fatturato totale (figura 12), quello rappresentativo dell'attività all'estero (figura 13) ed infine quello stazionato in Italia (figura 14).

⁶² "Il quarto capitalismo comprende la fascia dimensionale intermedia tra le piccole imprese e i grandi gruppi. Convenzionalmente, raggruppa sia le medie imprese (che nella definizione Mediobanca-Unioncamere sono costituite dalle società di capitali aventi una forza lavoro compresa tra 50 e 499 dipendenti ed un volume di vendite tra 16 e 355 milioni di euro), sia la prima fascia delle grandi imprese (società con più di 499 dipendenti ed un fatturato inferiore ai 3 miliardi di euro). Si tratta di limiti che non possono valere in assoluto, ma che debbono essere stabiliti per assicurare rigore alle ricerche empiriche su questo insieme di aziende": Si veda: <https://www.mbres.it/it/publications/fourth-capitalism>, op. citata.

Fatturato totale

	2016 (*)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
	n° indice	variazione %							
2065 società	93,6	-14,7	+7,2	+8,6	+1,3	-2,2	-1,6	-1,3	-2,0
Pubbliche	82,2	-16,4	+6,9	+13,0	+7,5	-2,6	-5,8	-8,8	-9,7
Private	96,9	-14,2	+7,3	+7,4	-0,6	-2,1	-0,2	+0,9	—
Manifatturiere	100,8	-16,1	+7,4	+7,4	-1,5	-1,0	+1,5	+3,3	+1,9
Medie imprese	106,7	-14,9	+10,1	+8,7	—	+1,4	+0,7	+1,3	+1,3
Medio-grandi	100,2	-17,9	+8,2	+10,0	-2,2	-1,2	+1,3	+3,3	+1,4
Gruppi maggiori	111,4	-18,4	+9,7	+5,8	-0,8	+1,7	+5,6	+5,8	+4,4
Controllo estero	92,1	-13,5	+4,3	+6,0	-2,1	-3,6	-0,9	+2,3	+0,7
Industria in senso stretto	90,8	-18,3	+8,4	+10,7	+1,8	-2,6	-1,7	-2,2	-2,8
Industriali	91,4	-18,0	+8,3	+10,7	+1,7	-2,3	-1,6	-2,1	-2,9
Terziarie	102,8	-0,9	+3,3	+1,1	-0,5	-1,7	-1,5	+1,7	+1,4
A controllo estero	86,8	-11,6	+4,6	+5,2	-0,4	-4,6	-2,5	-1,6	-2,1
IV capitalismo	102,2	-16,9	+8,7	+9,6	-1,5	-0,4	+1,1	+2,7	+1,4
Made in Italy (°)	101,3	-11,3	+3,1	+6,9	+0,6	-0,3	+0,8	+1,5	+0,9

(*) Base 2008 = 100.

(°) Alimentare; legno, mobili e piastrelle; prodotti in metallo; macchine, attrezzature ed elettrodomestici, imbarcazioni; moto, bici e articoli sportivi; tessile, abbigliamento e moda.

Figura 12

I dati mostrano come le vendite siano complessivamente calate del 2%, ovvero la quarta variazione negativa consecutiva. Va detto che mentre per le imprese private la dinamica è stazionaria, molto più negativa è quella delle imprese pubbliche (-9,7%). In controtendenza la manifattura, che torna ai livelli pre-crisi ed è prossima al loro sorpasso, con soprattutto in forte rialzo i gruppi maggiori, trascinati dall'espansione dell'automotive; al contrario le attività industriali mostrano un segno meno a causa in particolare della flessione del settore petrolifero, dell'energia elettrica e del gas e delle imprese di costruzione, che hanno ultimato importanti commesse in Italia e all'estero. Il terziario conferma i dati positivi del 2015.

Fatturato all'esportazione

	2016 (*)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
	<i>n° indice</i>	<i>variazione %</i>							
2065 società	115,6	-17,4	+12,2	+17,8	+4,3	-0,4	+3,1	+0,4	-1,5
Pubbliche	109,7	-8,0	+11,7	+37,5	+7,9	-1,7	+3,9	-13,7	-18,3
Private	116,9	-19,4	+12,3	+13,1	+3,2	—	+2,9	+4,7	+2,7
Manifatturiere	114,4	-18,2	+10,6	+10,7	+3,0	+1,2	+2,8	+4,4	+2,0
Medie imprese	126,2	-15,9	+12,8	+10,7	+6,4	+6,4	+2,9	+1,5	+1,7
Medio-grandi	116,4	-20,0	+8,6	+14,9	+2,9	+0,3	+4,5	+5,4	+2,6
Gruppi maggiori	124,0	-20,6	+17,5	+8,5	+3,0	+4,2	+3,9	+6,7	+3,0
Controllo estero	101,7	-15,5	+6,3	+9,4	+2,2	-2,1	+0,4	+2,3	+0,7
Industria in senso stretto	113,8	-18,3	+12,3	+18,7	+4,3	-0,5	+2,8	-0,2	-1,8
Industriali	115,8	-17,7	+12,0	+18,5	+4,3	-0,3	+3,1	+0,4	-1,5
Terziarie	110,8	-9,1	+18,4	+0,1	+2,8	-4,3	+5,5	+0,1	-0,9
A controllo estero	102,6	-14,4	+9,0	+12,2	+1,5	-3,9	+0,8	—	-0,3
IV capitalismo	118,9	-19,0	+9,7	+13,7	+3,8	+2,0	+4,1	+4,3	+2,4
Made in Italy	110,5	-13,3	+4,2	+9,9	+4,1	+0,6	+3,1	+2,5	+0,5

(*) Base 2008 = 100.

Figura 13

I numeri sulle esportazioni confermano i precedenti: c'è una netta discrasia tra l'andamento delle imprese pubbliche (in fortissimo calo) rispetto alle società private, che mantengono un trend in ascesa. Allo stesso modo cresce la manifattura, confermando in maniera inequivocabile come il tessuto imprenditoriale italiano, costellato dalle PMI e tradizionalmente rivolte al mercato domestico, stiano abbracciando un processo di cambiamento epocale volto alla internazionalizzazione, all'apertura verso l'esterno come chiave di volta per sopravvivere alla morsa della globalizzazione. Quest'ultima è una forza incontrastabile, un treno ad alta velocità da cui finora le imprese italiane venivano investite e spazzate via; forse ora hanno capito che salire a bordo di quel treno è l'unico modo per affrontare le sfide che il futuro riserva all'intera umanità, cogliendo ogni

opportunità che si incontra per sopravvivere e progredire a vantaggio della società. Un esempio del cambiamento e dei suoi effetti positivi è senz'altro Fiat, un marchio indissolubilmente legato al mercato domestico e che sull'orlo del baratro ha dapprima razionalizzato i propri processi interni, poi ha siglato un accordo storico con Chrysler contro lo scetticismo degli addetti ai lavori, ed infine ha smentito il mondo intero diventando il settimo gruppo al mondo nel panorama dell'automotive e garantendo la sopravvivenza di entrambi i marchi, altrimenti impossibile nelle condizioni in cui versavano. Tornando alla figura 13, il terziario cala leggermente, scontando la contrazione dei trasporti penalizzati dalla flessione del valore dei noli navali all'estero.

Fatturato in Italia

	2016 (*)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
	<i>n° indice</i>	<i>variazione %</i>							
2065 società	85,0	-13,6	+5,4	+5,0	-0,1	-3,1	-3,8	-2,2	-2,3
Pubbliche	74,3	-18,7	+5,3	+4,6	+7,4	-2,9	-10,2	-6,1	-5,5
Private	88,4	-12,0	+5,4	+5,1	-2,3	-3,1	-1,8	-1,0	-1,4
Manifatturiere	89,9	-14,4	+4,9	+4,8	-5,4	-3,0	+0,2	+2,2	+1,8
<i>Medie imprese</i>	97,0	-14,3	+8,7	+7,7	-3,4	-1,4	-0,6	+1,2	+1,0
<i>Medio-grandi</i>	88,5	-16,3	+7,9	+6,7	-6,0	-2,5	-1,5	+1,4	+0,3
<i>Gruppi maggiori</i>	96,5	-15,9	+1,0	+2,2	-6,0	-2,0	+8,3	+4,4	+6,7
<i>Controllo estero</i>	84,7	-12,0	+2,9	+3,3	-5,6	-4,8	-2,0	+2,2	+0,7
Industria in senso stretto	79,0	-18,3	+6,5	+6,4	+0,2	-3,8	-4,7	-3,6	-3,6
Industriali	78,9	-18,2	+6,5	+6,5	+0,1	-3,6	-4,6	-3,8	-3,9
Terziarie	102,5	-0,5	+2,7	+1,2	-0,7	-1,6	-1,8	+1,7	+1,5
A controllo estero	81,5	-10,6	+3,1	+2,8	-1,1	-4,9	-3,8	-2,2	-2,8
IV capitalismo	91,3	-15,6	+8,2	+7,0	-5,1	-2,1	-1,2	+1,3	+0,5
<i>Made in Italy</i>	92,8	-9,6	+2,2	+4,1	-2,7	-1,2	-1,5	+0,5	+1,4

(*) Base 2008 = 100.

Figura 14

Per quanto attiene il mercato domestico tutti i comparti, fatta eccezione per il terziario (che ha superato i livelli pre-crisi anche sul mercato interno grazie al progresso della distribuzione al dettaglio e all'emittenza radiotelevisiva con il nuovo sistema di riscossione del canone), hanno pagato l'ennesimo regresso dal 2012. Il valore assoluto dell'indice nel 2016 rispetto alla quota 100 del 2008 mostra un'economia complessivamente ancora lontana dal superamento della duplice crisi economica e del debito sovrano rispettivamente del 2008 e del 2012.

I margini operativi

	Margine operativo lordo			Margine operativo netto		
	2016 (*)	2015-14	2016-15	2016 (*)	2015-14	2016-15
	n° indice	variazione %		n° indice	variazione %	
2065 società	84,1	+3,9	+5,9	74,7	+8,6	+9,7
Pubbliche	84,9	-9,0	+11,5	71,7	-13,6	+23,0
Private	83,8	+8,7	+4,1	75,8	+17,0	+6,0
Manifatturiere	92,5	+8,9	+7,2	87,9	+14,4	+10,5
Medie imprese	109,5	-0,2	+6,8	108,5	-0,2	+10,6
Medio-grandi	92,2	+11,4	+5,4	86,5	+18,6	+7,2
Gruppi maggiori	92,6	+24,4	+39,0	70,4	>200	>200
Controllo estero	87,2	+5,5	-2,5	88,7	+8,5	-4,1
Industria in senso stretto	80,6	+7,7	+4,8	71,2	+16,4	+7,8
Industriali	81,9	+7,9	+4,9	72,9	+16,6	+8,0
Terziarie	88,5	-3,2	+7,7	79,6	-7,2	+13,9
A controllo estero	72,8	+2,6	+1,9	64,4	+6,4	+2,8
IV capitalismo	96,7	+7,8	+5,8	92,1	+12,4	+8,2
Made in Italy	103,1	+2,0	+2,1	103,2	+2,5	+2,9

(*) Base 2007 = 100.

Figura 15

La figura 15 indica l'andamento del margine operativo lordo (MOL)⁶³ e del margine operativo netto (MON)⁶⁴. A livello aggregato al fine dell'analisi di questo elaborato dicono poco, tuttavia è interessante notare che tendenzialmente sono entrambi in crescita (quindi un segnale incoraggiante per il futuro delle imprese italiane) ma a livello assoluto sono ancora mediamente distanti rispetto alla situazione pre-crisi, a dimostrazione che lo stato dell'economia in esame è ancora in una condizione di relativa anomalia.

Imposizione fiscale sui profitti delle imprese

	2012	2013	2014	2015	2016	Media 2012-16
	<i>in % del risultato d'esercizio prima delle imposte (*)</i>					
2065 società	24,8	28,6	25,1	25,5	22,7	25,3
Pubbliche	15,8	23,6	12,2	23,1	10,9	17,1
Private	31,1	31,0	30,5	26,3	27,3	29,2
Manifatturiere	31,3	29,0	29,9	25,5	27,9	28,7
<i>Medie imprese</i>	35,5	35,9	34,7	30,8	29,6	33,3
<i>Medio-grandi</i>	29,6	29,0	28,3	23,3	23,3	26,7
<i>Gruppi maggiori</i>	29,5	32,7	31,0	29,9	33,6	31,3
<i>Controllo estero</i>	32,3	25,6	29,2	24,3	30,0	28,3
Industria in senso stretto	23,8	27,1	23,2	24,9	22,4	24,3
Industriali	23,5	27,3	23,5	25,0	22,6	24,4
Terziarie	31,5	34,3	32,4	27,6	23,2	29,8
A controllo estero	34,9	30,4	30,2	26,7	27,8	30,0
IV capitalismo	31,1	31,0	30,1	25,1	25,0	28,4
<i>Made in Italy</i>	33,1	32,5	30,4	25,0	28,6	29,9

(*) Calcolato sulle imprese con risultato costantemente positivo prima delle imposte nel quinquennio.

Figura 16

⁶³ È un dato importante per gli analisti perché permette di valutare se l'azienda è in grado di creare ricchezza tramite la gestione operativa, non considerando ammortamenti, accantonamenti o altre manovre della gestione finanziaria sviluppate dagli amministratori che possono inquinare l'andamento aziendale. Si calcola come: Valore della produzione – costi di produzione – valore aggiunto.

⁶⁴ Si calcola come: MOL – ammortamenti – accantonamenti.

Il tema dell'imposizione fiscale veste un ruolo importante se si considera quanto esposto nel precedente capitolo circa il vantaggio del beneficio fiscale per le imprese che contraggono debito: in linea teorica, più è alta l'aliquota e maggiore sarà la quantità di oneri fiscali deducibili per l'impresa. In questo senso, allora, si può notare mediamente un tentativo di abbassamento dell'aliquota in tutti gli aggregati se si confronta il 2012 col 2016, ad eccezione dei grandi gruppi manifatturieri. Questo da un lato è coerente con l'intento di aiutare le imprese di dimensioni più piccole o di incoraggiare l'ingresso sul mercato domestico di capitali esteri; dall'altro è comprensibile considerando che il minor gettito ricavato dalle piccole e medie imprese può essere recuperato unicamente dai grandi gruppi manifatturieri.

Investimenti in immobilizzazioni materiali

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<i>in % dello stock a inizio anno</i>									
2065 società	6,2	6,0	4,7	5,1	4,8	4,8	3,8	4,1	4,4	4,0
Pubbliche	4,1	4,1	3,4	4,2	3,9	4,2	3,0	3,3	3,5	2,5
Private	8,0	7,5	5,7	5,7	5,4	5,2	4,5	4,8	5,1	5,2
Manifatturiere	7,2	7,6	5,7	5,5	5,6	5,0	5,0	5,1	5,3	5,6
Medie imprese	8,1	7,7	6,3	6,3	6,1	5,3	5,0	5,0	4,9	5,2
Medio-grandi	7,2	7,5	5,6	5,0	4,9	4,6	4,0	4,1	4,6	5,1
Gruppi maggiori	7,9	9,4	6,7	6,3	7,1	5,9	6,8	7,2	7,2	7,0
Controllo estero	6,4	6,5	4,8	4,9	5,1	4,7	4,6	4,9	5,0	5,3
Industria in senso stretto	6,1	6,4	5,3	4,9	5,0	4,7	4,2	4,4	4,3	4,2
Industriali	6,2	6,5	5,3	4,9	5,1	4,7	4,2	4,4	4,3	4,2
Terziarie	6,1	5,2	3,8	5,3	4,4	4,9	3,3	3,6	4,5	3,8
A controllo estero	6,6	6,0	5,0	5,4	5,2	5,0	4,2	4,5	4,7	4,9
IV capitalismo	7,5	7,5	5,8	5,4	5,2	4,8	4,3	4,3	4,7	5,2
Made in Italy	7,9	7,8	6,3	6,5	5,9	5,6	5,0	5,0	5,0	5,3

N.B.- Valori deparati delle rivalutazioni ex leggi n. 2-2009, n. 147-2013 e n. 208-2015.

Figura 17

Anche il tema degli investimenti influisce in maniera determinante sulle scelte di struttura finanziaria dell'impresa. Dalla figura 17 si evidenzia immediatamente una tendenza fortissima: gli investimenti in immobilizzazioni materiali sono in diminuzione in tutti gli aggregati. Ciò si spiega combinando una serie di considerazioni:

- Le imprese sono consapevoli che l'economia attuale (almeno in Italia) è tutt'altro che florida; ci sono dei segnali incoraggianti di ripresa, tuttavia come testimoniano le tabelle riferite ai fatturati, al MOL e al MON analizzate precedentemente, il mercato è ancora incerto e lontano dai valori pre-crisi.
- Le banche stanno tuttora subendo importanti riforme a livello sia nazionale che internazionale che rendono il credito bancario (fonte primaria per le imprese italiane che ancora diffidano dei più recenti strumenti finanziari per la copertura dei rischi) incerto e di difficile accessibilità a causa anche delle ingenti garanzie richieste dagli stessi istituti finanziari.

È evidente che in questo contesto, con una domanda altalenante e incertezze nell'ambito finanziario, addossarsi pesanti investimenti a lungo termine esporrebbe le imprese ad un forte rischio di sopravvivenza. Dunque è logico aspettarsi che a fronte dell'inasprimento del rischio operativo, le imprese scelgano di abbassare la leva finanziaria per diminuire la loro esposizione sui mercati. Prima di verificare se è questo che sta accadendo a livello nazionale, sorge spontanea una domanda: se un'impresa non cerca più supporto finanziario dagli istituti che comunemente e tradizionalmente le erogano prestiti, significa che questa non farà più investimenti in immobilizzazioni materiali? Se sì, come tiene il passo con i competitors internazionali? Le nuove tecnologie sconvolgono periodicamente (e sempre più di frequente) i processi produttivi, nonché i sistemi e le procedure organizzative delle imprese, e la globalizzazione non fa altro che accelerare questo circolo. Dunque non aggiornarsi in un contesto ultracompetitivo può comportare un'uscita repentina dal mercato.

In realtà esiste una chiave di lettura coerente, in grado di fornire una spiegazione esaustiva: il fenomeno in atto vede da un lato l'effettiva diminuzione degli investimenti in immobilizzazioni e un allungamento della loro vita utile con un'età media contabile che è passata da 14,4 anni (2008) a 19,8 anni (2016) e la loro vita economica utile da 25,7 anni a 31,4 anni; dall'altro, per evitare dissesti finanziari pur rimanendo sempre aggiornati con

le tecnologie, le imprese sia nazionali che europee stanno mutando il loro rapporto con i mezzi di produzione dal regime di proprietà al leasing finanziario o operativo. Questo sistema permette alle imprese di evitare di contrarre mutui a lungo termine in un contesto competitivo incerto che non dà garanzie sulla redditività futura del business e di conseguenza sulla certezza di rimborsare i debiti o perfino di essere ancora presente su quel mercato; dal punto di vista operativo consente alle imprese un impegno di breve termine, così che nel momento in cui una nuova tecnologia scombini quel determinato settore, le imprese possano in tempi ragionevoli stipulare un nuovo contratto di leasing e auspicabilmente conquistare nuove fette di mercato ai competitors meno elastici.

La figura 18, riportata dalla pubblicazione di Assilea Servizi s.u.r.l. nel maggio 2018⁶⁵, mostra la dinamica dello stipulato leasing in Europa, con un +8,3% nel 2017 rispetto al 2016 e con uno stipulato dal valore di 334 miliardi di euro che supera per la prima volta il valore di pre-crisi da 323 miliardi. Da notare, a conferma di quanto affermato in precedenza, la crescita del leasing relativo ai beni strumentali mobiliari rispetto al 2007, anno in cui quelli immobiliari coprivano una fetta più importante che nel 2017.

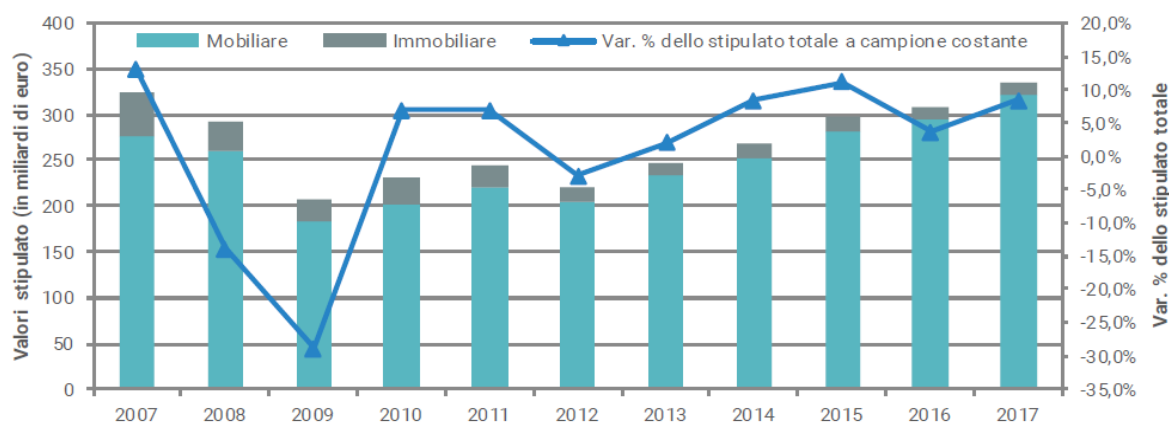


Figura 18: fonte Leaseurope, dati provvisori Maggio 2018

Calandosi nel mercato del leasing italiano, la figura 19 conferma il trend dei beni strumentali e mobiliari in decisa crescita (mai stati così alti in termini assoluti), seppur in

⁶⁵ Si veda: <https://www.assilea.it/documentazioneAction.do?idCategoria=17>, report "TO LEASE 2018- Dati 2017-18".

proporzioni complessivamente ridotte e con livelli assoluti ancora non all'altezza degli anni precedenti. In particolare i beni strumentali (comprensivi di macchine agricole, elettromedicali e beni IT) in Italia pesano il 18,5% in più nel 2018 rispetto al 2017, con un leasing sul 4.0 che segna +22% (allocato soprattutto tra Vicenza, Modena e Brescia), e con un leasing operativo che segna il +34,8% rispetto al 2017⁶⁶.

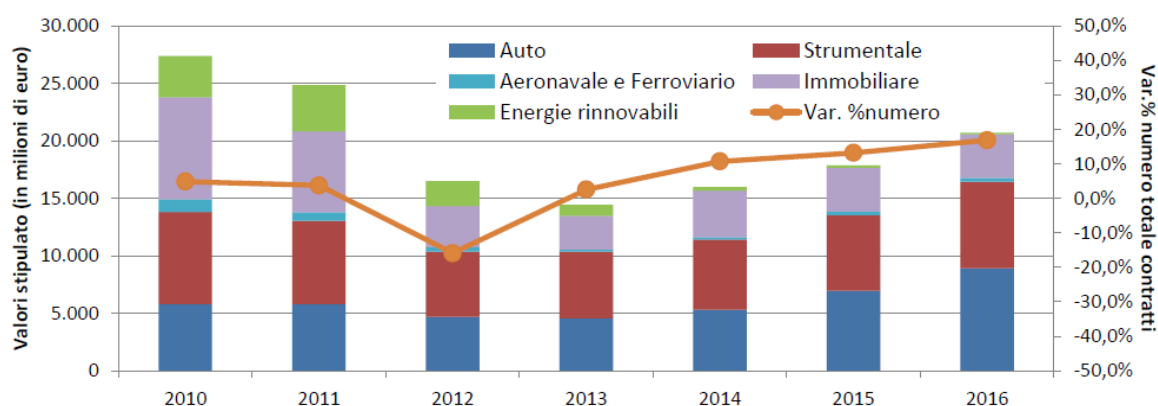


Figura 19: fonte Assilea 2017⁶⁷

Volgendo l'attenzione alla struttura finanziaria del campione di Mediobanca, di seguito sono presentati due modalità diverse di lettura: nella prima tabella, abbinata al grafico sottostante, viene confrontato il leverage calcolato dalla Banca d'Italia per il Veneto (già visto in figura 11) con quello equivalente calcolato con i dati del campione di Mediobanca. Per il calcolo, gli aggregati utilizzati nella formula sono descritti nella nota al di sotto della tabella; per verificare personalmente i risultati, invece, si guardi in appendice il valore dei vari aggregati nella sezione dei dati cumulativi. Da questa elaborazione la diminuzione del debito è decisamente chiara sia in Italia che in Veneto, soprattutto dal 2013; questa modalità di calcolo evidenzia che le imprese stanno deliberatamente diminuendo il debito **senza** rimpicciolire la dimensione dell'impresa stessa, perché il numeratore cala più che proporzionalmente al denominatore. Il grafico della figura 20 facilita ulteriormente ad

⁶⁶ Si veda: <https://www.assilea.it/documentazioneAction.do?idCategoria=17>, report "TO LEASE 2018- Dati 2017-18", pag. 5.

⁶⁷ Si veda: <https://www.assilea.it/documentazioneAction.do?idCategoria=17>, report "Rapporto sul leasing- Anno 2016".

individuare questo trend. Si noti che in Veneto la diminuzione del leverage è più sostanziosa di quella italiana. Il motivo è che nel dato cumulativo di Mediobanca sottostante ci sono anche le imprese pubbliche, che contrariamente a quanto detto finora, stanno aumentando il loro indebitamento inficiando parzialmente il dato complessivo.

Indice	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Leverage It. cumulativa[°]	46,1	47,5	47,9	46,1	47,2	48,3	47,4	45,8	44,8	42,2
Leverage Veneto*	57,5	54,7	53,4	53,3	52,7	51,9	50,3	48,4	46,6	43,4

[°]Dati mbres

*Dati Banca d'Italia

Leverage = debiti finanziari (a breve e a lungo)/(debiti finanziari+capitale netto)

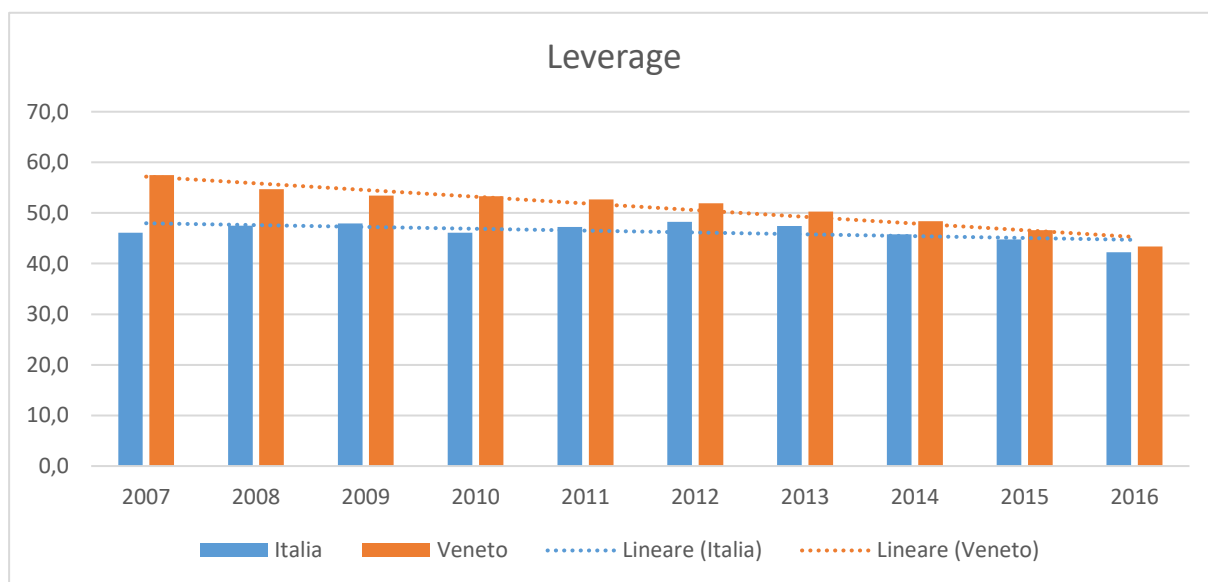


Figura 20

Per questo si riporta anche la medesima tabella e l'analogo grafico con al posto dei dati cumulativi (caso Mediobanca), solo quelli delle imprese private: il risultato sarà che la diminuzione di leverage in Italia sarà molto più simile a quello del Veneto.

Indice	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Leverage It. Private[°]	49,4	50,5	50,4	48,7	49,3	49,7	49,6	44,7	43,7	41,4
Leverage Veneto*	57,5	54,7	53,4	53,3	52,7	51,9	50,3	48,4	46,6	43,4

[°]Dati mbres

*Dati Banca d'Italia

Leverage = debiti finanziari (a breve e a lungo)/(debiti finanziari+capitale netto)

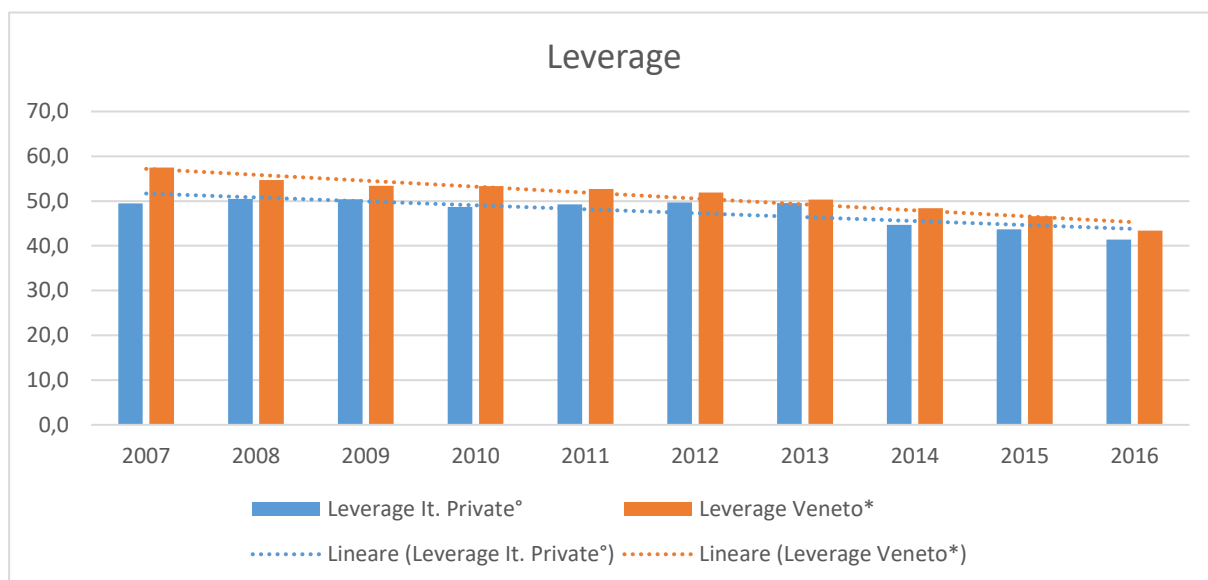


Figura 21

Per sottolineare ancor di più come le aziende italiane stanno diminuendo il debito a tutti gli effetti, è possibile osservare la figura 22, ovvero la seconda modalità di lettura e di calcolo, che mette in evidenza quanto Banca d'Italia aveva già esposto per il Veneto. Qui il calcolo differisce rispetto a quanto appena esposto, non considerando nel denominatore della formula la somma dei debiti finanziari a breve e a lungo con i mezzi propri, bensì solo il capitale netto: questo spiega il dato percentuale così diverso tra le due tabelle.

Il risultato (ovvero la diminuzione dei debiti finanziari) è coerente con quanto brevemente introdotto precedentemente col leasing: nel momento in cui aumenta il rischio operativo a causa dell'incertezza dei mercati, un modo per scongiurare gli effetti negativi della volatilità della domanda è quello di diminuire la leva finanziaria. Rimborsare i debiti finanziari, specialmente a lungo termine e nei confronti delle banche, diventa un modo per coprirsi dai rischi. Naturalmente questa volontà è particolarmente ravvisabile nelle imprese private, in cui lo scopo di lucro è decisamente superiore rispetto a quelle pubbliche, dove la necessità di garantire un livello minimo di qualità nel servizio ai cittadini rende più difficoltoso razionalizzare i processi produttivi, oltre al possibile ostacolo politico a determinate scelte: in particolare, il nodo dei contratti pubblici per i vari tipi di dipendenti statali, gli appalti e le cooperative che mettono i propri lavoratori a

servizio dell'impresa pubblica sono spesso fonte di dibattiti politici. Anche qualora siano facilmente ravvisabili delle inefficienze (spesso le imprese pubbliche si trovano ad aver inglobato un organico sovradimensionato rispetto alle esigenze del business in essere), non è per nulla agevole rimediare al problema per molteplici cause, come la conflittualità tra la legislazione statale e regionale, o per esempio per esigenza di garantire determinati posti di lavoro ad una regione con minori imprese sul territorio, e via discorrendo. Leggendo i dati risulta interessante notare come le imprese manifatturiere siano quelle più impegnate nella riduzione dei propri debiti, in particolare le medie imprese (storicamente più legate al mondo bancario, e segnano un quasi -25% in 9 anni) e i gruppi maggiori (-12% sul debito bancario). Questi ultimi, come è più frequente nelle imprese mondiali, sono decisamente meno legati al finanziamento bancario e sono più orientati a trovare altre fonti (per esempio la borsa quando sono quotati). Per questo non stupisce il brusco calo del debito anche nelle imprese a controllo estero, dove c'è una cultura finanziaria molto più aperta a fonti alternative di finanziamento.

Rapporto tra indebitamento e capitale netto

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
in %										
2065 società										
totale dei debiti	151,8	162,1	161,3	154,4	164,6	167,1	162,9	155,4	147,2	136,6
di cui: debiti finanziari	85,6	92,5	94,3	87,4	91,6	95,5	92,3	86,3	82,9	74,7
verso il sistema bancario	34,0	39,3	35,2	31,3	33,7	30,7	27,4	24,6	24,3	23,9
Pubbliche										
totale dei debiti	108,6	117,2	120,5	115,0	129,0	138,1	138,5	144,6	134,7	123,4
di cui: debiti finanziari	69,8	75,7	79,0	72,2	78,5	86,0	85,3	90,3	87,2	77,8
verso il sistema bancario	25,3	28,5	26,0	22,8	24,9	21,5	19,2	18,4	18,7	20,0
Private										
totale dei debiti	185,1	196,8	191,3	182,7	189,7	188,1	180,0	162,3	154,9	144,5
di cui: debiti finanziari	97,8	105,5	105,5	98,3	100,9	102,3	97,2	83,7	80,2	72,8
verso il sistema bancario	40,6	47,6	42,0	37,5	39,8	37,3	33,2	28,6	27,7	26,2
Manifatturiere										
totale dei debiti	188,0	190,2	181,8	177,2	185,1	181,5	174,3	158,8	149,5	136,9
di cui: debiti finanziari	76,2	81,8	78,7	75,3	78,5	80,7	75,6	66,4	63,3	53,9
verso il sistema bancario	39,3	44,9	40,1	36,5	38,1	35,0	31,4	27,3	26,3	25,4
Medie imprese										
totale dei debiti	191,6	187,2	166,2	172,0	172,8	163,8	156,3	154,5	147,1	139,5
di cui: debiti finanziari	93,0	93,8	84,6	85,4	85,5	80,8	76,0	74,4	71,0	66,1
verso il sistema bancario	82,0	83,2	74,5	75,7	76,5	72,1	67,9	66,9	63,5	58,3
Medio-grandi										
totale dei debiti	162,4	170,0	161,2	161,1	157,9	153,5	146,5	146,0	141,8	139,6
di cui: debiti finanziari	70,6	78,4	76,1	73,6	72,8	72,1	67,7	66,7	67,3	65,6
verso il sistema bancario	50,8	58,6	54,1	51,5	52,1	50,2	46,5	43,7	44,3	45,3
Gruppi maggiori										
totale dei debiti	221,6	228,2	228,9	200,5	240,6	242,1	249,7	210,6	202,6	159,2
di cui: debiti finanziari	67,8	81,5	84,1	72,9	90,4	101,6	99,2	78,9	75,8	45,8
verso il sistema bancario	20,1	29,0	24,2	17,6	19,5	18,0	19,8	13,8	10,0	8,3
Controllo estero										
totale dei debiti	189,9	186,2	177,2	178,8	182,7	176,6	161,8	137,7	124,8	118,4
di cui: debiti finanziari	82,2	81,8	76,0	75,7	74,7	75,8	68,8	55,5	49,8	44,3
verso il sistema bancario	27,7	30,5	24,7	21,7	21,9	17,4	11,5	9,2	8,7	7,6
Industria in senso stretto										
totale dei debiti	167,8	174,8	158,1	153,2	165,3	165,2	161,0	155,4	146,9	135,6
di cui: debiti finanziari	87,2	92,8	86,0	80,0	85,7	89,0	84,7	80,8	78,0	69,0
verso il sistema bancario	39,2	44,0	36,9	32,7	35,3	30,8	27,0	24,9	24,6	24,4
Industriali										
totale dei debiti	170,3	177,4	160,9	155,8	168,0	168,0	165,2	159,2	151,2	140,4
di cui: debiti finanziari	87,6	93,1	86,4	80,4	86,0	89,2	85,7	81,6	79,1	70,5
verso il sistema bancario	40,0	44,7	37,7	33,4	35,9	31,5	27,7	25,5	25,6	25,4

N.B. - Il capitale netto è depurato dalle rivalutazioni ex. leggi n. 2/2009, n. 147/2013 e n. 208/2015 e delle plusvalenze da conferimento contabilizzate nel periodo; dal totale dei debiti sono esclusi i fondi del personale, i fondi imposte, diffuse e gli accantonamenti diversi.

Figura 22

In ultima, per quanto riguarda il ROI⁶⁸ (return of investment) c'è un generale peggioramento in ogni aggregato, escluse le manifatturiere. Questo abbassamento è in generale provocato dal minore apporto della gestione finanziaria, i cui proventi si sono ridotti dal 16,8% al 12,4% del valore aggiunto sul dato cumulativo.

ROI

	2015				2016			
	MON/VA (a)	PF/VA (b)	VA/CI (c)	ROI (*) $d=(a+b)*(c/100)$ in %	MON/VA (a)	PF/VA (b)	VA/CI (c)	ROI (*) $d=(a+b)*(c/100)$
2065 società	24,0	16,8	18,6	7,6	25,6	12,4	19,0	7,2
Pubbliche	23,1	43,8	10,9	7,3	27,2	30,3	11,5	6,6
Private	24,3	9,4	23,4	7,9	25,1	7,2	23,5	7,6
Manifatturiere	21,5	8,2	25,9	7,7	23,0	7,9	26,9	8,3
Medie imprese	26,7	2,6	27,3	8,0	28,2	2,7	27,8	8,6
Medio-grandi	25,2	11,1	24,3	8,8	26,0	10,6	23,8	8,7
Gruppi maggiori	4,2	14,0	21,9	4,0	12,0	12,0	25,8	6,2
Controllo estero	25,8	4,9	30,0	9,2	24,7	5,1	30,8	9,2
Industria in senso stretto	24,6	20,6	18,6	8,4	25,8	16,2	19,1	8,0
Industriali	24,7	20,3	18,6	8,4	26,0	15,9	19,1	8,0
Terziarie	22,4	9,5	18,5	5,9	24,7	4,1	18,7	5,4
A controllo estero	24,3	8,4	24,5	8,0	24,8	5,1	24,7	7,4
IV capitalismo	25,6	8,7	25,1	8,6	26,6	8,5	24,8	8,7
Made in Italy	26,7	6,4	26,6	8,8	27,0	7,0	26,5	9,0

MON = Margine operativo netto; VA = Valore aggiunto; PF = Proventi finanziari; CI = Capitale investito.
 (*) $ROI = (MON + PF) / CI$.

Figura 23

Preso visione dell'andamento generale di questi aggregati con i dati a disposizione dello studio mbres "dc 2017", si è deciso di studiare le disponibilità finanziarie e la PFN (che sono i due fattori su cui si incentra tutto l'elaborato) rispetto al fatturato delle imprese. Il

⁶⁸ Si calcola come: $\frac{\text{Risultato operativo caratteristico} + \text{proventi accessori patrimoniali netti}}{\text{capitale investito netto aziendale}}$. È una misura del rendimento delle risorse investite nell'impresa.

riferimento al fatturato è fondamentale: considerando la PFN, si vuole capire se la diminuzione dei debiti è dovuta ad una precisa scelta del management finanziario grazie ad un efficientamento della produzione, o se è sintomatico ad una diminuzione del giro d'affari (ovvero si fattura di meno) allo scopo di esporsi meno sul mercato. In altre parole, è utile a capire se per ogni euro di fatturato l'impresa contrae (per esempio) 30 centesimi di debito anziché 50 centesimi, oppure se fattura di meno così da contrarre anche una minor quantità di debito. Considerando le disponibilità finanziarie, si vuole capire se per ogni euro di fatturato l'azienda è in grado di generare maggiore liquidità utile per l'autofinanziamento e per ripagare i debiti.

Dunque, ricapitolando, due sono i parametri:

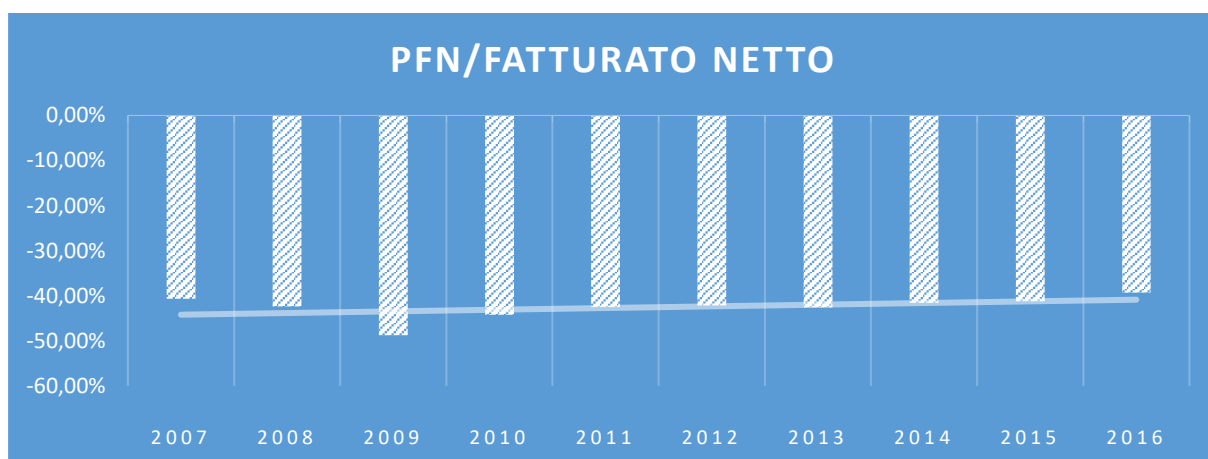
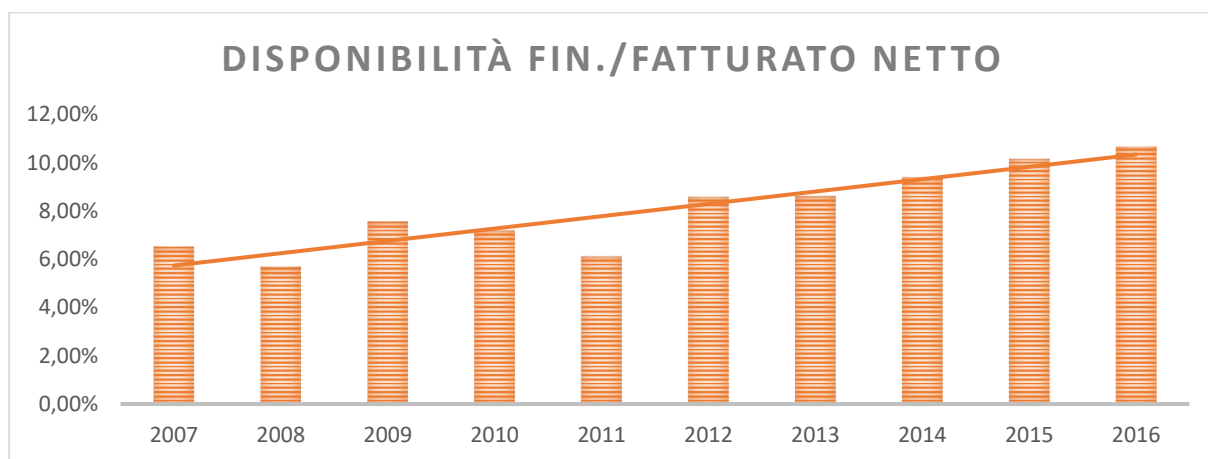
- Disponibilità finanziarie su fatturato netto: le disponibilità sono la somma delle due voci *cassa e banche* e *titoli a reddito fisso*; la prima non comprende i depositi vincolati all'importazione né i depositi cauzionali in contanti, mentre la seconda implica i titoli emessi dallo Stato, dagli enti pubblici e privati ad eccezione dei titoli vincolati per i depositi cauzionali. Questo rapporto mette in evidenza se le imprese stanno accumulando liquidità o meno; naturalmente il dato assoluto sulla *cassa e banca* o sui *titoli a reddito fisso* non sarebbe sufficiente a dimostrare un trend, poiché senza il relativo fatturato con cui confrontarsi non permetterebbe di sapere se la crescita della liquidità sia in realtà una semplice conseguenza di un aumento del giro d'affari dell'impresa, e non un consapevole efficientamento per ogni unità di fatturato.
- Posizione finanziaria netta su fatturato netto: la PFN è la differenza tra *disponibilità finanziaria*, *debiti finanziari a breve verso terzi* e *debiti finanziari a medio/lungo termine*. Per ulteriori dettagli su come sono suddivise le voci è possibile approfondire in appendice, a chiusura di questo elaborato. Questo indice è utile per capire se le imprese stanno aumentando il loro debito o esposizione finanziaria sul mercato, oppure se cercano di rendersi più indipendenti attraverso l'autofinanziamento. Anche in questo caso è importante il confronto relativo con il fatturato netto, poiché il dato assoluto non chiarisce il peso reale dell'indebitamento sull'attività effettiva.

Questi sono i risultati divisi per aggregato con relativo grafico:

Dati cumulativi

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	6,52	5,68	7,55	7,18	6,11	8,58	8,60	9,39	10,14	10,65
PFN/ fatturato netto	-40,67	-42,33	-48,76	-44,22	-42,48	-42,17	-42,60	-41,56	-41,25	-39,31

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



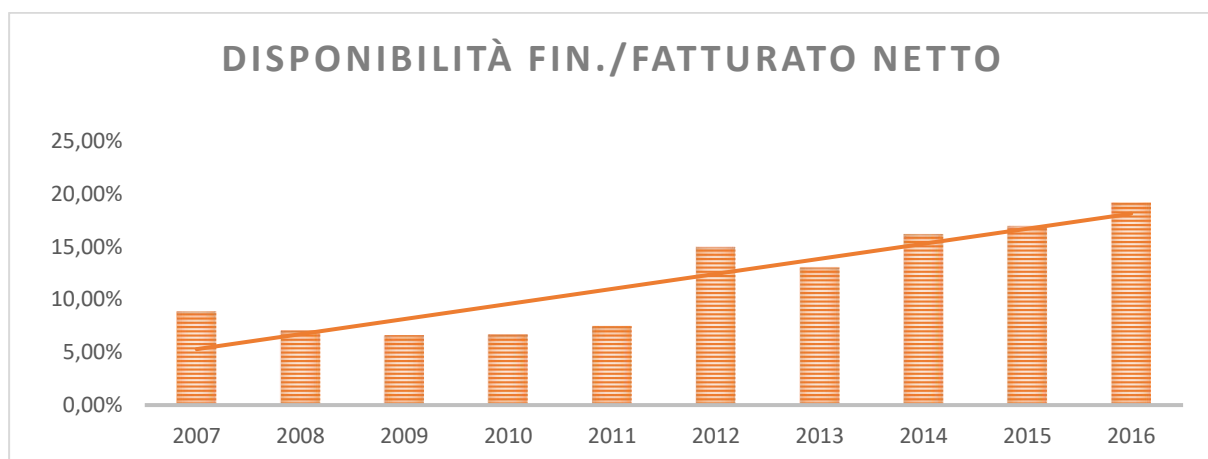
I due parametri confermano il trend evidenziato già da Banca d'Italia per il Veneto: in generale le imprese stanno aumentando le proprie disponibilità finanziarie e diminuendo la propria esposizione debitoria sul mercato. Risulta difficile dare una spiegazione

specifica di questa tendenza partendo da un campione così variegato. Tuttavia la crisi economica in Italia non è ancora alle spalle, il sistema bancario è in procinto di subire un drastico irrigidimento per quanto riguarda il controllo del rischio e la possibilità di prestare denaro ad imprese e a privati, dunque è facile ipotizzare che detenere riserve di liquidità possa assolvere allo scopo precauzionale già menzionato da Keynes. Per analisi più approfondite risulta più congeniale soffermarsi settore per settore così da individuarne le peculiarità.

Società pubbliche

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	8,91	7,08	6,64	6,72	7,48	14,98	13,04	16,17	16,93	19,15
PFN/ fatturato netto	-73,04	-69,83	-84,61	-74,58	-68,36	-64,75	-68,08	-74,50	-79,89	-83,67

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



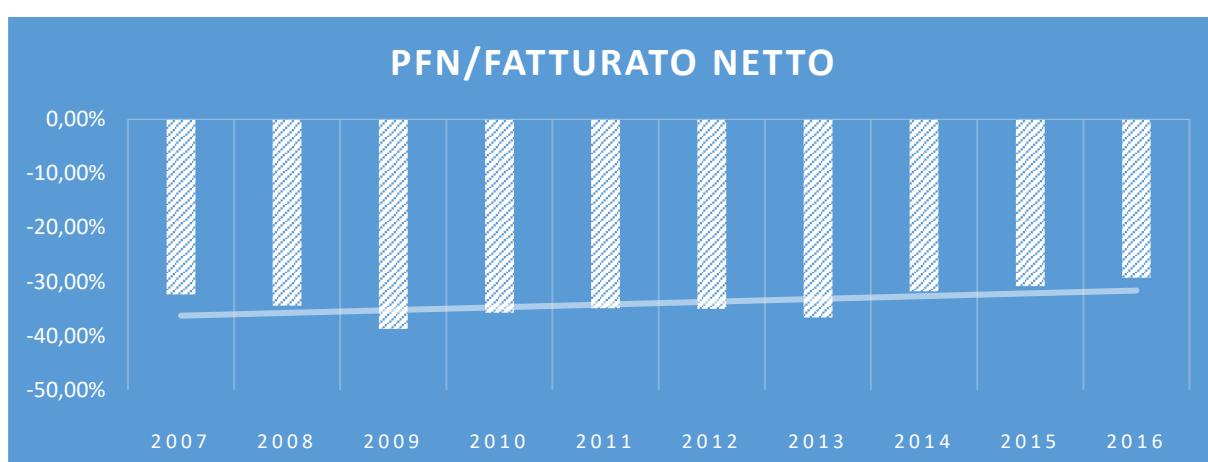
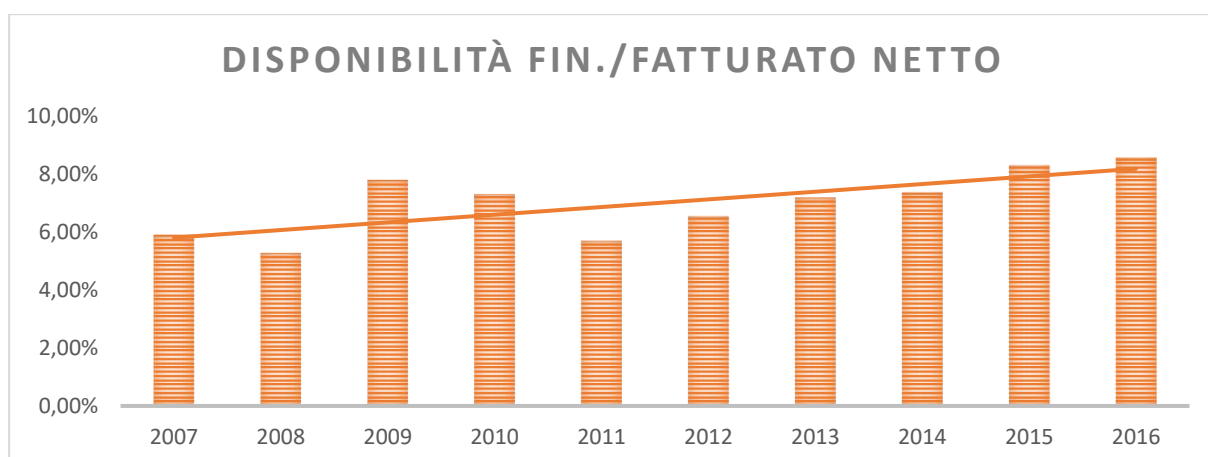


Nei grafici delle società pubbliche saltano all'occhio i valori dei due indici: per quanto riguarda l'aumento delle disponibilità finanziarie è significativo il passaggio dal 2007, con un valore intorno al 9%, al 2016 con un dato che è più che raddoppiato. In controtendenza il trend della PFN che sta peggiorando, ma con valori elevatissimi rispetto ai dati cumulativi visti in precedenza: si parla di un 40% contro l'80%. Il forte indebitamento dell'apparato pubblico contamina anche le attività d'impresa a controllo statale, generando infinite polemiche e dibattiti circa la convenienza della privatizzazione di strutture evidentemente inefficienti economicamente. Dal grafico non si avverte una differenza sostanziale tra la situazione contingente alla crisi e quella successiva, denunciando una situazione di immobilismo con elevato indebitamento già da tempo.

Società private

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	5,91	5,28	7,80	7,30	5,70	6,55	7,20	7,37	8,31	8,58
PFN/ fatturato netto	-32,37	-34,45	-38,73	-35,77	-34,89	-35,01	-36,64	-31,75	-30,85	-29,27

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



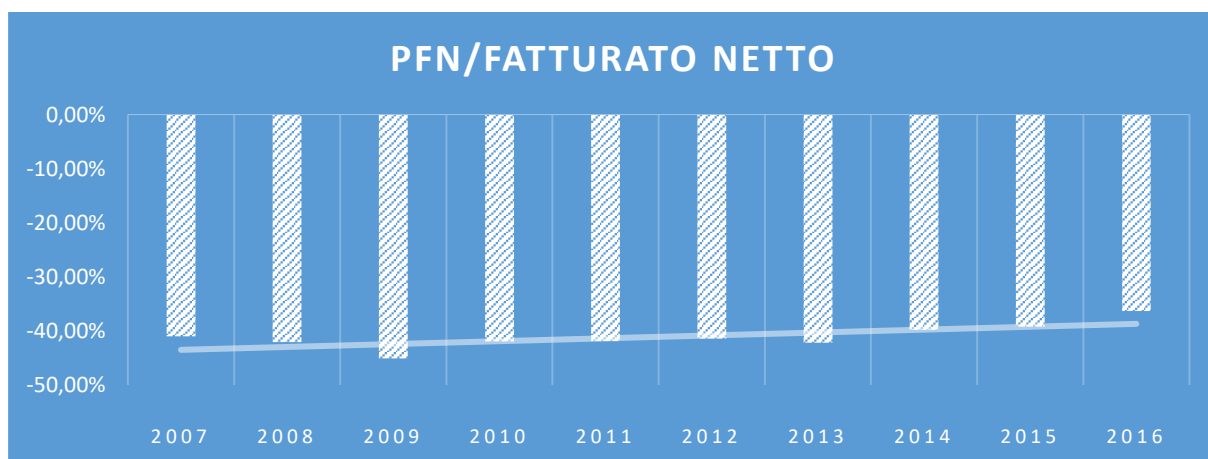
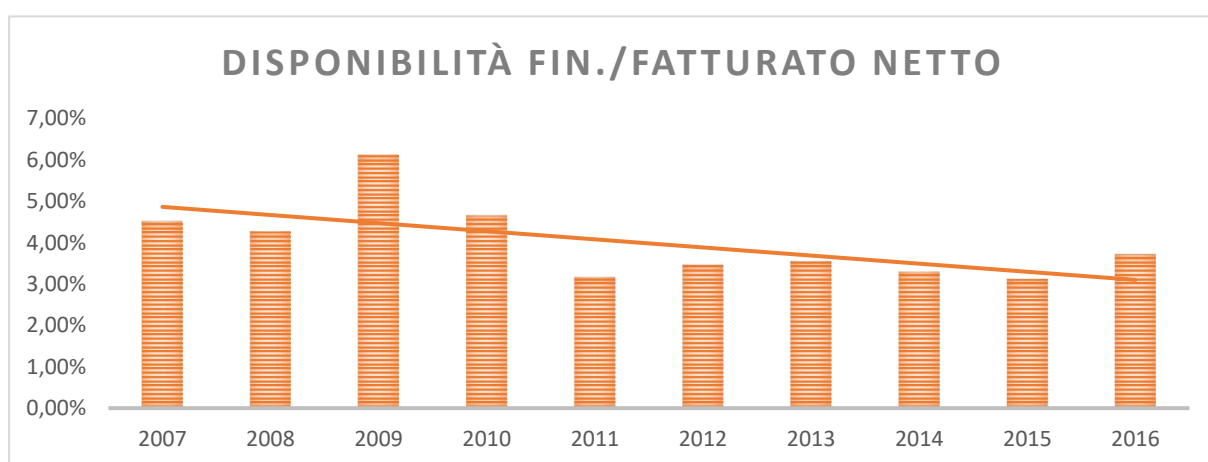
Completamente diversa la situazione delle società private: si conferma il trend di un aumento delle disponibilità finanziarie, seppur con metà della proporzione vista con le cugine pubbliche. Questo fatto potrebbe essere giustificato da una diversa percezione del rischio operativo da parte delle amministrazioni pubbliche rispetto a quelle private. Tuttavia in un dato così aggregato risulta difficile da interpretare, e si rinvia questa precisazione al momento in cui si analizzerà settore per settore.

Altrettanto interessante risulta il trend della PFN: è in netto miglioramento, dopo un periodo di consistente discesa a cavallo tra il 2007 e il 2009 e uno di oscillazioni fino al 2013, che ha portato l'indice al minimo qui registrato al -29,27% nel 2016. Questo dato sembra in netto contrasto con la compagine pubblica che segna un -83,70% nello stesso anno.

A controllo estero

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	4,51	4,27	6,11	4,65	3,16	3,46	3,54	3,29	3,12	3,71
PFN/ fatturato netto	-40,98	-42,08	-45,04	-41,96	-41,89	-41,38	-42,18	-39,81	-39,22	-36,31

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



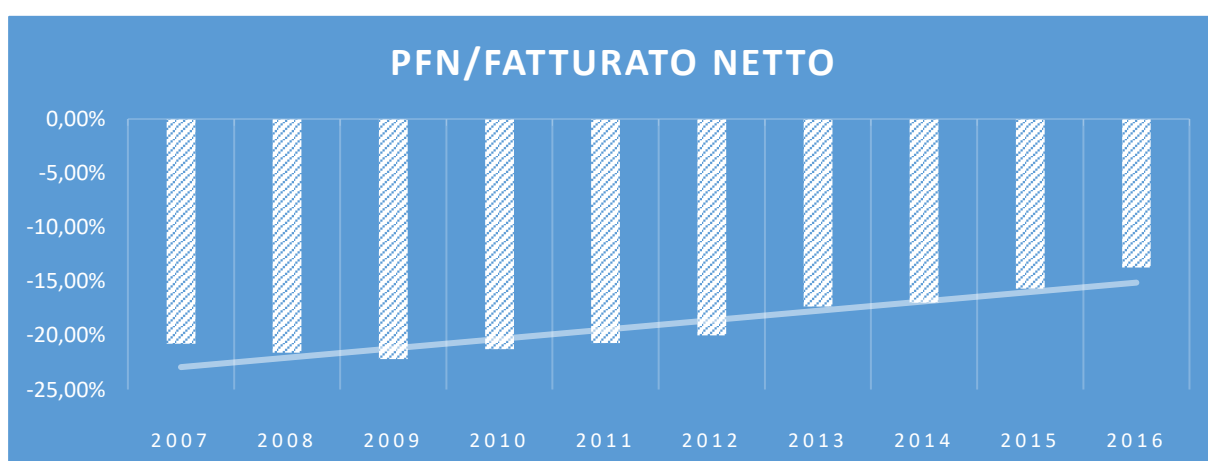
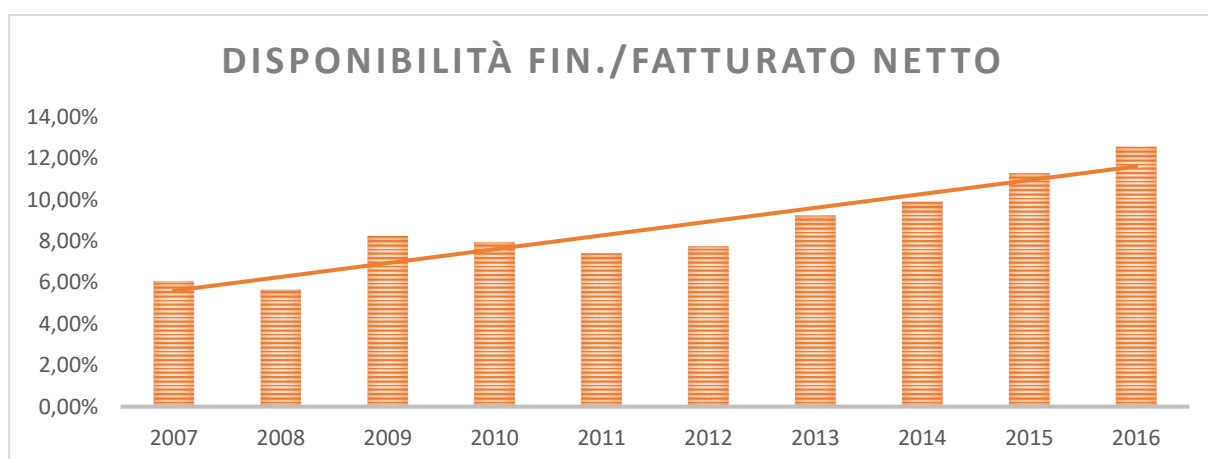
I dati sulle società a controllo estero sono più complessi da decifrare. Le disponibilità finanziarie sembrano in leggero calo, seppur si parli di numeri piuttosto piccoli, dunque il passaggio tra il 2007 e il 2016 dal 4,51% al 3,71% non sembra segnalare un trend del tutto fuori dagli schemi. Non è dato sapersi qual è la percezione del rischio operativo da parte dei proprietari esteri: questo scostamento nel trend delle disponibilità rispetto a

quanto visto sopra potrebbe avere origine proprio in questo dettaglio. Per quanto attiene la PFN, invece, si conferma perfettamente quanto già enunciato per le società private.

Manifatturiere di medie dimensioni

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	6,06	5,67	8,25	7,96	7,41	7,75	9,24	9,91	11,28	12,57
PFN/ fatturato netto	-20,76	-21,59	-22,18	-21,28	-20,71	-20,01	-17,32	-16,99	-15,68	-13,74

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

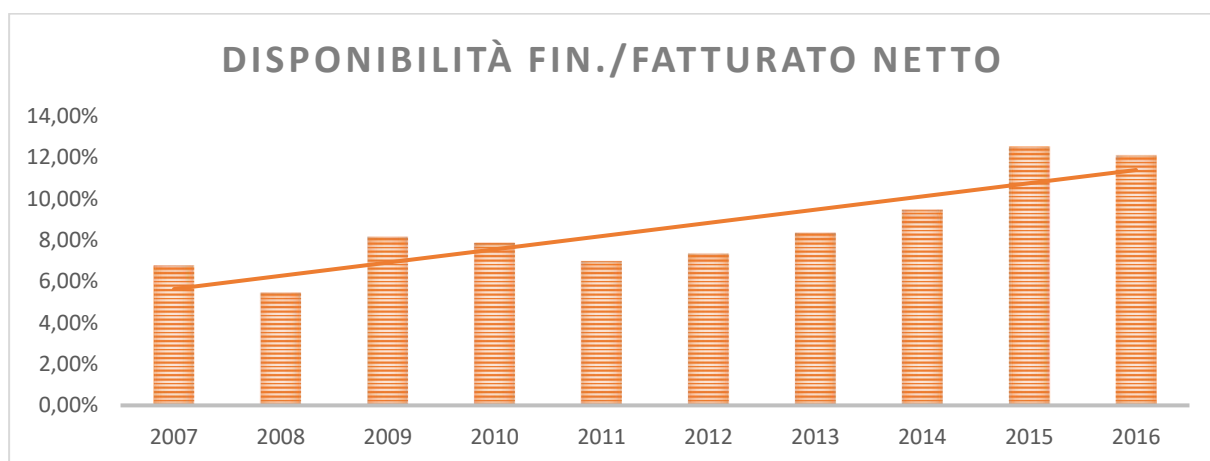


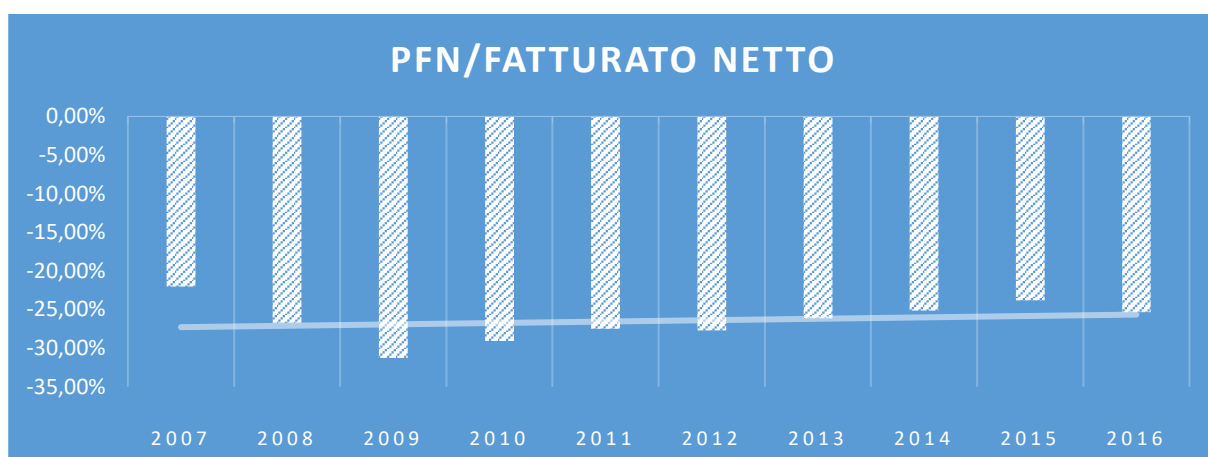
Decisamente peculiari i grafici sulle imprese manifatturiere di medie dimensioni: sostanzialmente confermano quanto esaminato nel settore privato, con un aumento deciso sia delle disponibilità finanziarie (raddoppiate dal 2007 al 2016) e una diminuzione della PFN, che vede il suo minimo nel 2009 (come in tutti i grafici precedenti) e poi un netto percorso di miglioramento con il massimo -13,74% nel 2016. Questo conferma la tendenza delle imprese italiane ad avvicinarsi all'autofinanziamento ed evitare il contatto con banche e mercati finanziari per diminuire il rischio finanziario, visto l'ingente fallimento di una miriade di PMI italiane non sopravvissute alla crisi.

Manifatturiere di medio-grandi dimensioni

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	6,78	-5,47	8,16	7,87	6,99	7,36	8,36	9,46	12,53	12,08
PFN/ fatturato netto	-22,02	-26,69	-31,28	-29,05	-27,48	-27,71	-26,12	-25,14	-23,78	-25,32

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Esaminando le imprese manifatturiere di medio-grandi dimensioni, che sono quelle con più di 499 dipendenti e un fatturato contenuto al massimo di 2,9 miliardi di euro, viene ancora una volta confermato l'ascesa delle disponibilità finanziarie, mentre risulta più altalenante la posizione della PFN: dal 2009 c'è una leggera diminuzione, ma ci si assesta su valori più alti delle imprese di media dimensione. Anche in questo caso è difficile trarre conclusioni da un dato aggregato: è necessario scendere più a fondo e analizzare le esigenze dei tipi di business alla base delle imprese per saper leggere questo dato.

A questo scopo è giunto il momento di operare un'analisi più approfondita settore per settore, con lo scopo in primis di verificare in quali le imprese diminuiscono il debito finanziario e aumentano la proprie disponibilità finanziarie e in secondo luogo carpirne i motivi fondanti.

2.3 Analisi per settore

Per l'analisi, al fine di facilitare il confronto da settore a settore, viene proposto il medesimo schema, in grado di sintetizzare i principali indicatori che si possono trarre dai dati dello studio di Mediobanca e che traccino l'identikit con tutte le informazioni indispensabili per identificare un settore.

Dunque, oltre al fatturato sia totale che diviso per area geografica, sono a disposizione le statistiche relative agli ultimi risultati economici con il MOL e il MON, oltre ad indicatori finanziari come il ROI. Altri indici sono:

- Il $\frac{\text{margine operativo netto}}{\text{valore aggiunto}}$, che indica l'incidenza della gestione operativa, al netto di accantonamenti e ammortamenti, sul valore aggiunto, il quale non è altro che il surplus di ricchezza prodotta dall'impresa in un dato periodo quale differenza fra valore della produzione ottenuta e i costi di produzione esterni.
- La $\frac{\text{posizione finanziaria lorda}}{\text{valore aggiunto}}$ indica quanto pesa l'indebitamento finanziario sia a breve termine che a lungo termine sul valore aggiunto dell'impresa. La posizione finanziaria lorda è semplicemente la somma dei debiti a breve termine e a medio/lungo termine di tipo finanziario.
- Il $\frac{\text{valore aggiunto}}{\text{capitale investito}}$ indica quanta ricchezza viene generata dall'attività d'impresa rispetto al capitale investito. Quest'ultimo sarà la somma dell'attivo circolante e immobilizzato, considerando quindi sia la gestione caratteristica che quella accessoria-patrimoniale.

Di questi indicatori, assieme al ROI, al MOL e al MON, si è scelto di considerare il dato degli ultimi due anni a disposizione, in quanto esula dallo scopo di questo elaborato analizzare il loro trend, ma risultano utili solo per contestualizzare le statistiche di vero interesse sulle disponibilità finanziarie e sull'indebitamento.

In appendice si può trovare l'indicazione del codice Ateco corrispondente ai settori scelti da Mediobanca, nonché la conformazione generale del campione preso in esame.

I seguenti prospetti sono stati creati dall'autore dell'elaborato sulla base dei dati Mbres "dc 2017".

2.3.1 Abbigliamento

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	105,90	-8,40	-0,10	7,90	-0,80	-3,30	3,80	4,70	2,90
Fatturato all'estero	121,50	-12,40	1,40	15,20	5,60	-0,50	5,00	3,10	4,40
Fatturato in Italia	91,30	-4,50	-1,40	1,40	-7,20	-6,50	2,30	6,70	1,10
MOL	74,60	-	-	-	-	-	-	-0,70	9,90
MON	66,30	-	-	-	-	-	-	-1,70	18,50

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

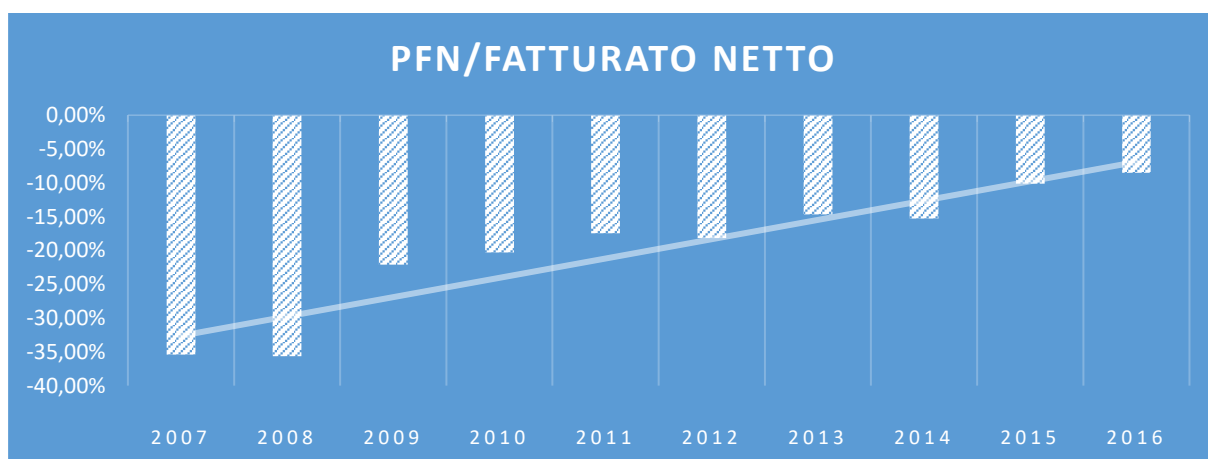
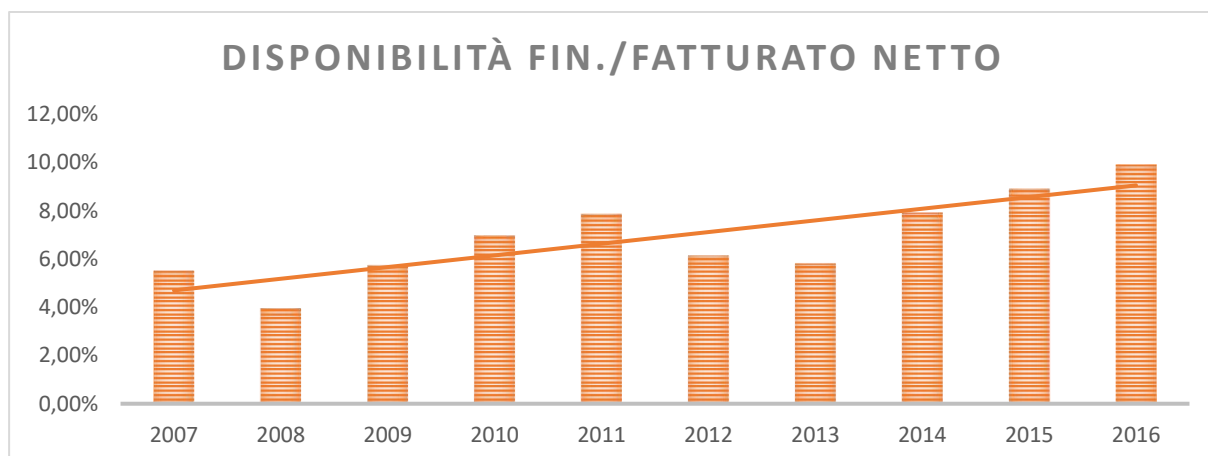
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,70	9,60
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	23,10	25,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	6,90	10,30
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	25,60	26,60
Disponibilità f./ fatturato netto	5,52	3,96	5,74	6,97	7,86	6,14	5,80	7,91	8,91	9,91
PFN/ fatturato netto	-35,40	-35,66	-22,11	-20,33	-17,49	-18,18	-14,68	-15,28	-10,14	-8,50

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il settore abbigliamento nel complesso sta rialzando la testa, con un fatturato che cresce in Italia e che galoppa all'estero a ritmo ben più sostenuto. È un settore tuttavia molto variegato, con peculiarità ben distinte a seconda dell'ambito territoriale preso in considerazione e dell'area d'affari dell'impresa analizzata. Per questo il consumo domestico è in lieve miglioramento, ma è ancora lontano dai livelli pre-crisi, mentre quelle imprese che riescono ad esportare stanno performando brillantemente. In particolare crescono le vendite estere della biancheria e del tessile tecnico per la parte a "monte", mentre per quella "a valle" è la maglieria a segnare la migliore performance. Nello specifico, le vendite UE crescono di circa due punti percentuali, mentre calano leggermente gli export verso Cina e Stati Uniti. I risultati reddituali di MOL e MON segnano un netto ribaltamento rispetto all'anno precedente, viaggiando positivamente a doppia cifra; una nota interessante è anche constatare un ROI vicino al 10%, che rende questo mercato nuovamente interessante pur nelle difficoltà di quello domestico. Per quanto attiene alla liquidità, si denota un raddoppio delle disponibilità finanziarie nell'intervallo 2007-2016, ma attestandosi ad una quota comunque contenuta vicina al 10%. Ben più vertiginoso è l'abbassamento dell'indebitamento rispetto al fatturato: dal 2007 al 2016 la PFN ha raggiunto il massimo di -8,5% e il trend è in continua ascesa. Il motivo risiede sicuramente nella natura del business: la moda è instabile nel tempo, il suo ciclo è accelerato dalle imprese per generare nuova domanda. In altre parole, il prodotto in possesso del consumatore invecchia velocissimamente, e l'essere "fuori moda" provoca nuova domanda e diventa un'opportunità di business. Più precisamente, la moda può essere⁶⁹:

- Stagionale: vale per una sola stagione.
- Ciclica: viene rivitalizzata dalle aziende dopo un certo numero di anni con piccoli cambiamenti (si pensi al trench, nato come cappotto da trincea per i militari dell'esercito inglese durante la prima guerra mondiale, e poi divenuto un trench-coat rivisitato e trasformato dalle case di moda);

⁶⁹

Si

veda:

https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwi9_6LHtY3dAhXOxqQKHLYDLBPwQFjAAegQICBAC&url=https%3A%2F%2Fwww.giappichelli.it%2Fstralci%2F3481889.pdf&usg=AOvVaw083b074SypNPmOp72qsLnB

- **Tendenziale:** articoli che diventano intramontabili (come il modello di borsa Chanel op-pure la Kelly di Hermès).

I prodotti stagionali o ciclici, specie con vita breve, diventano una sfida per le imprese che vedono alzare notevolmente il rischio operativo. Il successo di un'azienda dipende anche dai luoghi in cui distribuisce i propri prodotti: sicuramente una nuova moda fa più presa nella popolazione di Londra o New York piuttosto che nelle campagne rurali cinesi. In più, il susseguirsi delle mode non è sempre intenzionale per le imprese: possono nascere sia "dall'alto verso il basso", ovvero classi più benestanti dettano la moda e i meno abbienti provano ad imitarli; viceversa può esserci "dal basso verso l'alto", come la moda *street-style* dettata dalle usanze provenienti dalla strada delle fasce più giovani. Quindi la moda invoglia le persone alla sofisticazione del loro aspetto ed al cambio frequente della loro immagine, esalta la personalità e la differenziazione/omologazione, divenendo nel bene e nel male un modo per farsi accettare, apprezzare o notare. Non tutto quanto viene messo sul mercato costituisce moda: è la collettività che farà una scelta e non è facile capire cosa può diventare un successo planetario o un crack che può portare al dissesto finanziario.

2.3.2 Bevande alcoliche e analcoliche

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	122,00	-1,40	3,30	6,70	5,30	1,40	-0,60	3,80	2,00
Fatturato all'estero	155,40	0,30	7,30	10,40	10,00	7,00	1,10	5,00	4,60
Fatturato in Italia	107,40	-2,20	1,50	4,90	2,90	-1,70	-0,16	3,10	0,40
MOL	138,90	-	-	-	-	-	-	8,10	3,70
MON	166,00	-	-	-	-	-	-	12,80	5,30

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

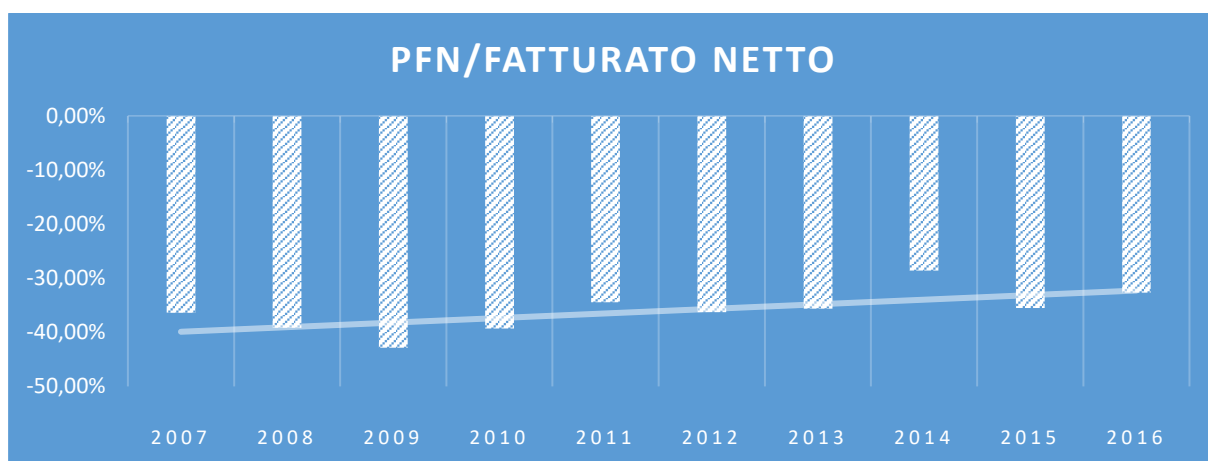
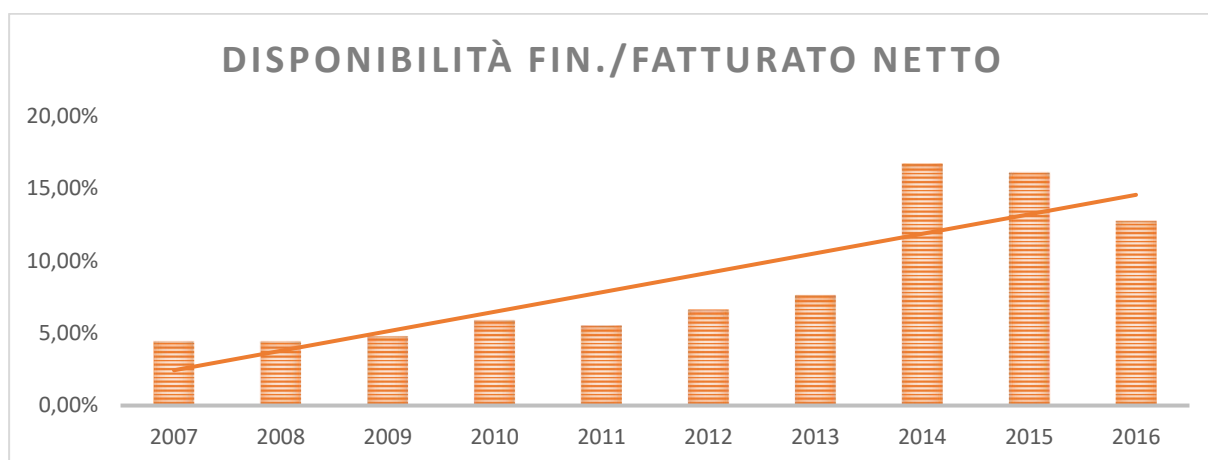
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	9,00	10,50
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	40,60	41,30
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	6,90	12,00

VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19,00	19,70
Disponibilità f./ fatturato netto	4,42	4,44	4,80	5,91	5,53	6,63	7,62	16,70	16,09	12,76	
PFN/ fatturato netto	36,41	39,17	42,82	39,30	34,47	36,28	35,62	28,58	35,53	32,66	

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il settore bevande alcoliche e analcoliche risulta in ottima salute. I fatturati hanno già superato i livelli della crisi da diverso tempo, sia nel mercato domestico che all'estero. Sulla base dei dati Mediobanca 2016 utilizzati per l'analisi esposta su "inumeridelvino.it"

⁷⁰è possibile notare come il fatturato del vino sia più alto delle bevande analcoliche e stia crescendo in maniera esponenziale soprattutto grazie all'export, seppur le imprese che lo producono siano mediamente più indebitate a causa degli investimenti iniziali per la produzione. Al di là delle differenti velocità di crescita, il settore nel suo complesso sta performando al meglio, come conferma anche il ROI. Per quanto concerne la liquidità, le disponibilità finanziarie nel 2016 sono all'incirca tre volte quelle del 2007, in concomitanza ad un leggero miglioramento della PFN. In questo settore il rischio operativo è sicuramente ridimensionato, grazie all'enorme successo del vino italiano in tutto il mondo (si pensi al prosecco, ma anche ai rossi di tradizione come il Barolo, il Chianti, o il Brunello di Montalcino) e la conseguente facilità nella vendita all'estero, grazie alla enorme diffusione di consorzi e associazioni che permettono di acquistare gli strumenti operativi in comune (diminuendo l'esborso finanziario del singolo) o di proteggersi dalle intemperie con l'acquisto di cannoni antigrandine, o grazie alle ormai diffuse assicurazioni contro le calamità naturali, che permettono di evitare irreparabili dissesti finanziari come in passato in caso di distruzione del raccolto. La meccanizzazione nella fase di raccolta dell'uva ha tagliato ulteriormente i costi di gestione, e gli incentivi derivanti dalla PAC ha reso più conveniente investire in questo settore. L'aumento delle disponibilità finanziarie qui riscontrato sembra quindi essere adatto per coprirsi dal rischio operativo (in ottica "difensiva"), ma soprattutto adatto per effettuare acquisizioni (in ottica "offensiva") di competitors (fenomeno diffuso ad esempio nella zona di Conegliano e Valdobbiadene visto l'alto numero delle cantine e lo schizzo vertiginoso del valore dei terreni e delle piantumazioni per il fenomeno del prosecco; ne è un esempio importante l'acquisizione da parte di Masi Agricola di Canevel spumanti nel 2016). Sarà interessante valutare l'evoluzione del settore quando diventeranno produttivi i nuovi vigneti installati dalla Cina, un paese dove il vino (specialmente quello italiano) non ha ancora fatto presa e che può diventare un mercato vastissimo tale da rivoluzionare l'intero settore.

⁷⁰ Si veda: [//www.inumeridelvino.it/2017/11/settore-vino-contro-settore-bevande-dati-mediobanca-2016.html](http://www.inumeridelvino.it/2017/11/settore-vino-contro-settore-bevande-dati-mediobanca-2016.html)

2.3.3 Caseario

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	98,50	-7,30	2,90	7,30	-1,70	-0,50	0,30	-2,90	1,20
Fatturato all'estero	163,70	-4,20	15,30	15,70	2,80	6,60	2,30	3,50	10,40
Fatturato in Italia	92,80	-7,60	1,80	6,40	-2,30	-1,40	-	-3,80	-0,10
MOL	126,20	-	-	-	-	-	-	21,70	-14,40
MON	168,60	-	-	-	-	-	-	37,90	-17,70

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

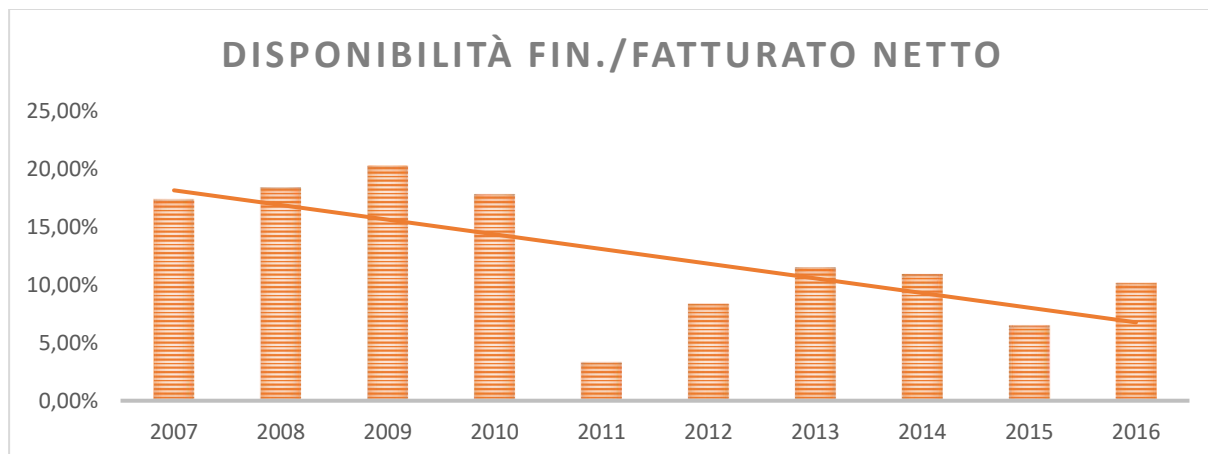
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

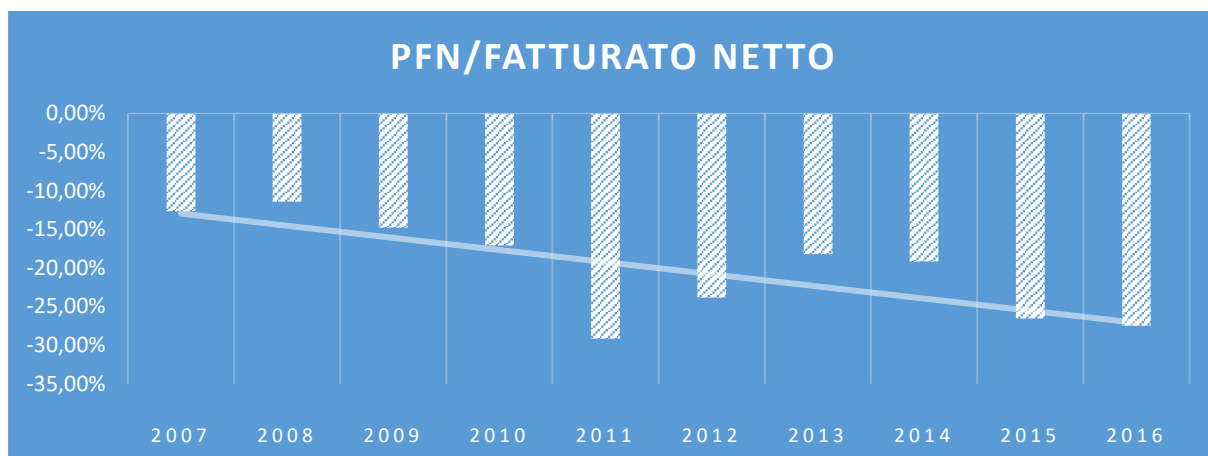
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	6,10	4,60
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	31,50	27,40
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	12,80	10,10
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	13,80	12,30
Disponibilità f./ fatturato netto	17,38	18,40	20,28	17,81	3,31	8,36	11,52	10,93	6,49	10,16
PFN/ fatturato netto	-12,66	-11,43	-14,78	-17,07	-29,15	-23,86	-18,20	-19,16	-26,55	-27,48

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Il settore caseario risulta uno dei più colpiti dalla crisi, sia in Italia che all'estero, seppur con le dovute precisazioni. In generale i risultati economici sono in caduta, come confermano i dati sul consumo del latte: nei primi nove mesi del 2016 si è arrivati ad un -5,2% rispetto al 2015, con un -8,8% del prezzo alla stalla, nonostante un +2,3% dei formaggi duri e un +19% del burro. Per quanto riguarda i formaggi duri in realtà è solo il parmigiano reggiano a far rialzare le statistiche, oscillando tra il +9% e il +11% a seconda della maturazione, ed è lui insieme al grana padano a far crescere le esportazioni. Se nel mercato domestico le altre produzioni sono al palo con esclusione di yogurt e burro, grandi performance sono segnate dalle esportazioni di formaggi freschi e latticini (+7% nel volume e +10,7% nel valore), dai grattugiati (+ 11,7% del valore) e degli erborinati (+6,3% del valore). La crescita del made in Italy all'estero è anche dovuta alla contrazione del numero di mucche (soprattutto in Polonia) che hanno portato paesi come Germania, Francia e Regno Unito ad aumentare la domanda in Italia, oltre allo schizzo di richiesta di burro dalla Cina (+35% in nove mesi nel 2016)⁷¹. Tuttavia, nella quadra tra mercato estero e domestico, il settore è in difficoltà, come conferma la riduzione del VA e del ROI nell'ultimo anno. Le cattive performance non consentono alle imprese di aumentare le proprie disponibilità finanziarie, oltre a rendere necessario indebitarsi per sopravvivere.

2.3.4 Conserviero

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
--------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

⁷¹ Si veda: <http://www.ismeamercati.it/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/7207>.

Fatturato totale	125,30	-0,30	4,60	7,90	3,60	2,60	0,90	1,60	2,30
Fatturato all'estero	148,70	1,40	2,50	3,30	11,80	5,10	7,30	3,20	6,50
Fatturato in Italia	119,00	-0,80	5,10	9,10	1,50	1,90	-1,00	1,10	0,90
MOL	136,10	-	-	-	-	-	-	-1,50	-0,40
MON	185,30	-	-	-	-	-	-	-2,60	5,50

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

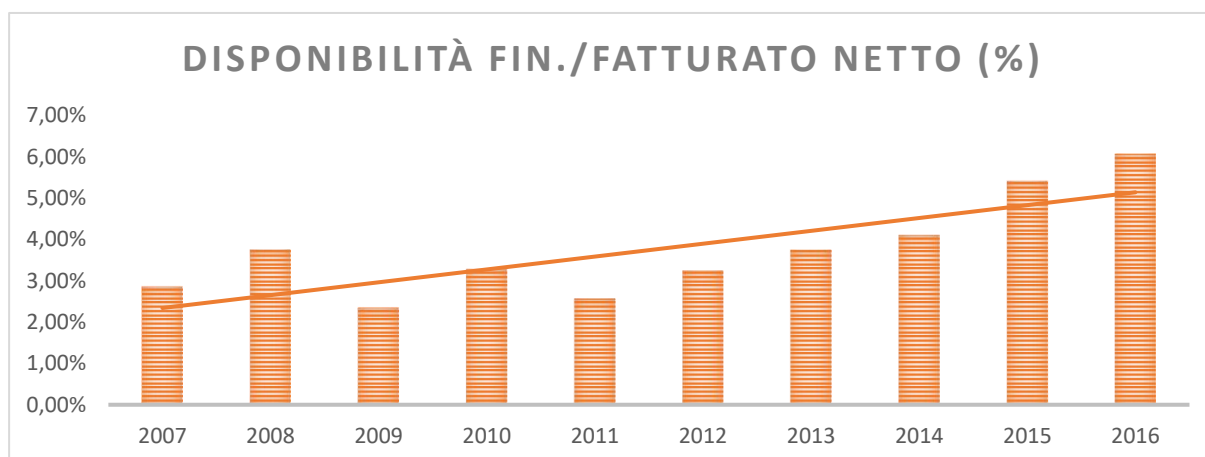
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

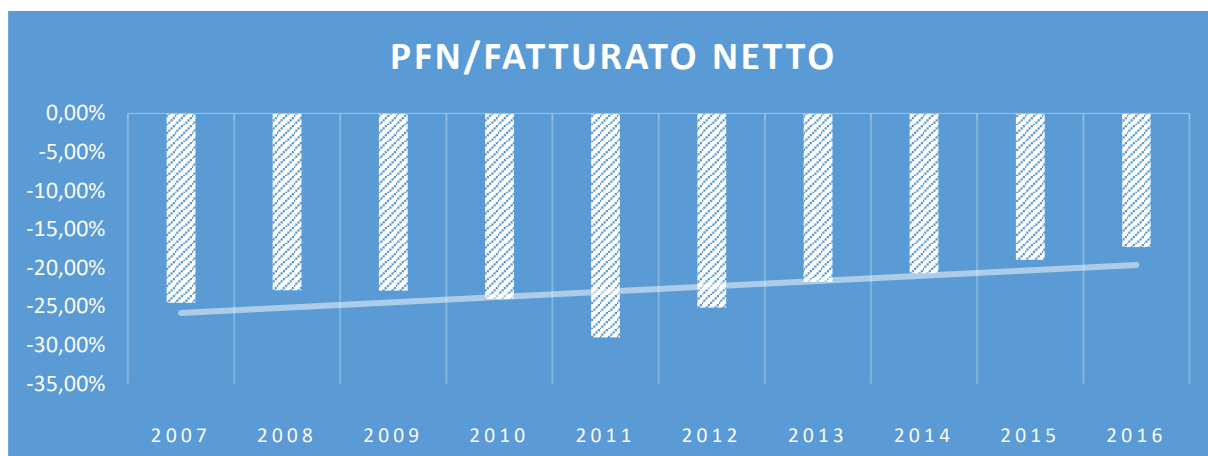
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,90	8,10
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	26,70	27,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	1,20	0,90
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	28,30	28,20
Disponibilità f./fatturato netto	2,86	3,75	2,35	3,28	2,57	3,25	3,74	4,11	5,41	6,06
PFN/ fatturato netto	-24,51	-22,89	-22,94	-24,00	-28,98	-25,11	-21,81	-20,71	-18,96	-17,32

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





La produzione mondiale risulta molto concentrata: Stati Uniti, Italia e Cina coprono il 60% del totale. In Europa la Spagna e il Portogallo sono i principali competitors, grazie al crescente livello di aggregazioni e di cooperative con un processo promosso dai rispettivi governi nazionali, sfruttando gli incentivi europei. Nel 2016, per quanto il settore si dimostri uno dei fiori all'occhiello del Belpaese, i prezzi al produttore delle conserve di pomodoro hanno segnato una flessione di circa il 10% rispetto al 2015, con una quota di 81€/tonnellata per i pomodori tondi, 103,4€/tonnellata per quelli allungati e 137,2€/tonnellata per i pomodorini da industria. Tuttavia l'Italia è di gran lunga il primo esportatore mondiale di polpe e pelati con una quota di oltre i $\frac{3}{4}$ del valore mondiale, seguita da Spagna (6%) e USA (4%)⁷². Questi dati sono utili per spiegare come il fatturato all'estero continui a crescere nonostante il miglioramento delle performance di Cina, Spagna e Portogallo. Seppur il mercato domestico si dimostri sempre più debole rispetto a quello internazionale, in questo settore i numeri continuano a lievitare, perdipiù considerando che ha subito solo marginalmente la crisi, poiché i volumi di vendita non sono calati in misura significativa. Per quanto i risultati della gestione caratteristica non permettano margini elevatissimi, il settore risulta comunque profittevole, come testimonia il ROI. Anche qui c'è una leggera crescita delle disponibilità finanziarie, pur segnando il suo massimo nel 2016 a solo il 6% del fatturato netto, ma contestuale ad una diminuzione della PFN che, dopo aver assorbito le scorie della crisi fino al 2011, segna il

72

Si

veda:

<http://www.ismea.it/flex/cm/pages/ServeAttachment.php/L/IT/D/8%252Fd%252Fb%252FD.f7b5a2e810dad283d1a1/P/BLOB%3AID%3D10110/E/pdf>.

massimo a -17,32%. Non essendo tipicamente un settore ciclico, anche qui la maggiore disponibilità finanziaria a fronte di una diminuzione dei debiti finanziari sembra un fenomeno difensivo volto a diminuire il rischio operativo.

2.3.5 Dolciario

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	120,20	1,00	3,80	4,40	2,10	3,00	-1,10	3,30	2,30
Fatturato all'estero	166,70	2,50	4,60	11,60	8,00	18,10	-3,10	12,00	0,60
Fatturato in Italia	107,60	0,70	3,50	2,40	0,30	-2,00	-0,40	-	3,10
MOL	136,60	-	-	-	-	-	-	7,80	7,50
MON	149,60	-	-	-	-	-	-	10,30	10,50

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

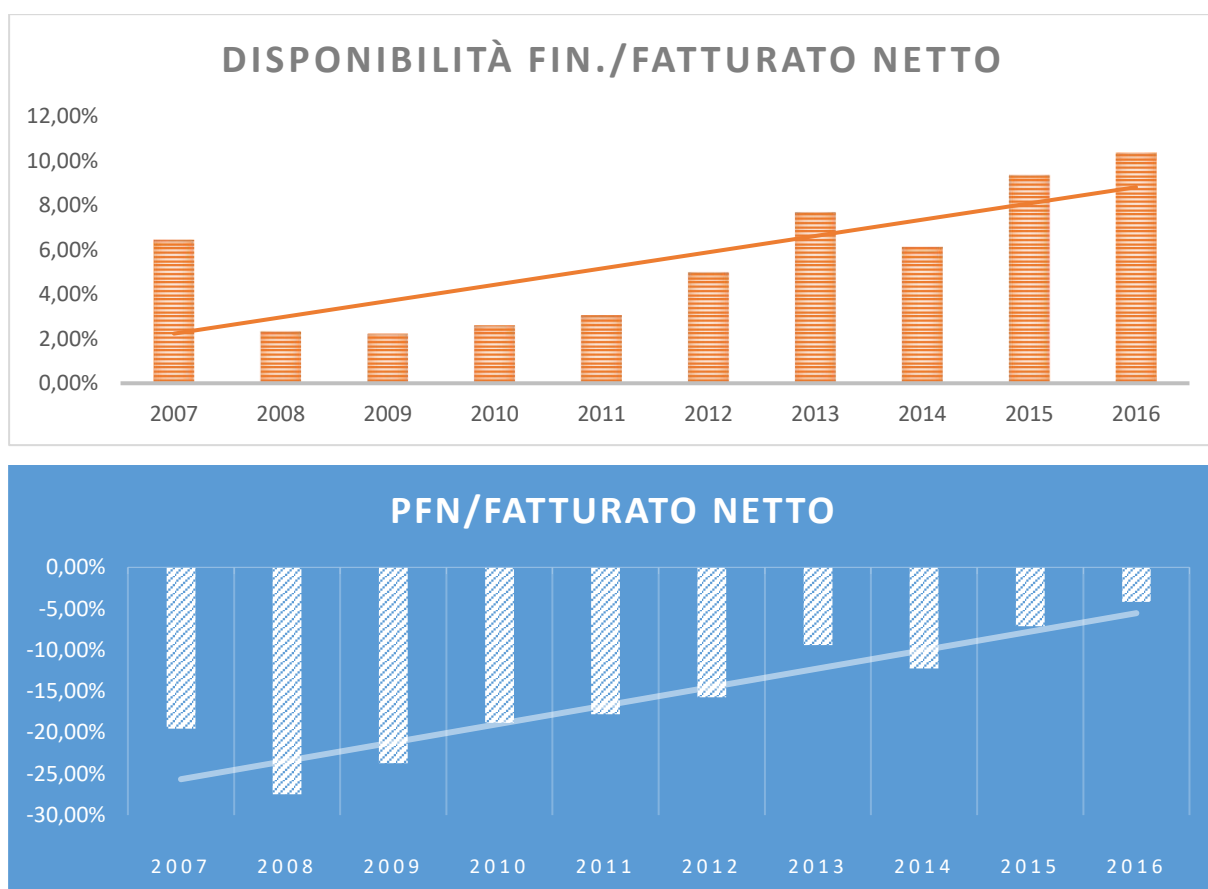
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	13,80	13,10
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	33,40	36,20
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	2,00	2,00
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	39,00	34,40
Disponibilità f./ fatturato netto	6,46	2,35	2,24	2,61	3,07	4,99	7,69	6,14	9,35	10,36
PFN/ fatturato netto	-19,55	-27,46	-23,71	-18,85	-17,79	-15,71	-9,42	-12,24	-7,12	-4,17

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il dolciario costituisce un altro settore florido per l'economia dello stivale. I fatturati continuano a crescere sia internamente che all'estero, grazie anche alla nascita dell'associazione Unione Italiana Food, promossa e voluta dalle due Associazioni di Categoria AIIPA e AIDEPI⁷³: la nuova associazione è così diventata la più grande organizzazione di categoria del settore alimentare a livello europeo con più di 450 aziende in più di 20 settori merceologici e 35 miliardi di fatturato. In Italia sono soprattutto in crescita il cacao e i suoi prodotti derivati (+3,9% del valore nel 2016 rispetto al 2015), il reparto confetteria e i biscotti nell'insieme prodotti da forno. La situazione nel suo complesso comporta anche qui una tendenza ad aumentare le disponibilità finanziarie e a diminuire in maniera consistente i debiti grazie alla collaborazione e comunicazione interna all'associazione.

⁷³ Si veda: <https://www.comunicaffe.it/aidepi-boom-cioccolato/>.

2.3.6 Alimentari diverse

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	110,00	-4,80	1,90	7,80	2,60	1,10	-2,20	0,70	3,00
Fatturato all'estero	139,80	-1,10	2,00	9,00	6,80	7,20	0,50	5,40	4,90
Fatturato in Italia	104,30	-5,50	1,90	7,60	1,70	-0,20	-2,80	-0,50	2,50
MOL	109,60	-	-	-	-	-	-	-11,90	0,80
MON	118,30	-	-	-	-	-	-	-18,60	1,00

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

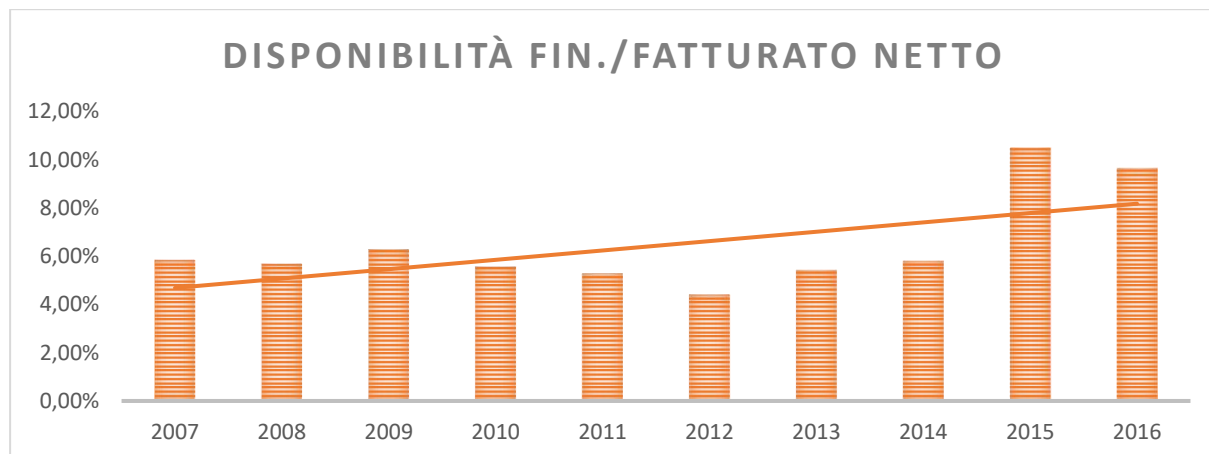
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

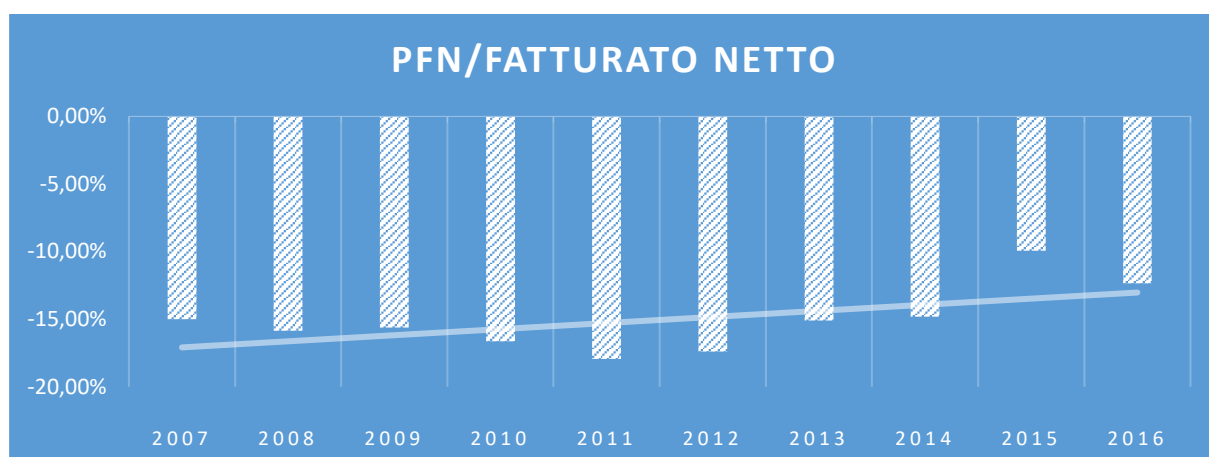
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	6,40	6,20
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	23,20	22,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	3,60	3,70
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	23,90	23,40
Disponibilità f./ fatturato netto	5,83	5,68	6,26	5,56	5,27	4,40	5,40	5,80	10,47	9,63
PFN/ fatturato netto	-14,99	-15,85	-15,61	-16,62	-17,92	-17,38	-15,09	-14,80	-9,93	-12,35

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Questo settore raggruppa più categorie alimentari: dalla carne, ai farinacei, al caffè, ecc. Di conseguenza è più arduo analizzare ogni suo mercato, ma in generale conferma la rinascita del comparto alimentare in Italia e il suo massiccio sviluppo all'estero, che ha portato a ottime performance. Vale anche qui il percorso di crescita delle disponibilità finanziarie e la contestuale diminuzione dei debiti di natura finanziaria seppur in minori proporzioni rispetto ai numeri visti in precedenza.

2.3.7 Cartario

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	106,70	-10,00	10,50	4,70	-3,70	-	3,50	0,80	2,00
Fatturato all'estero	117,00	-11,30	15,70	4,50	-2,50	4,70	4,00	2,00	0,70
Fatturato in Italia	100,60	-9,20	7,60	4,80	-4,40	-3,00	3,10	-	2,80
MOL	140,20	-	-	-	-	-	-	-9,90	32,40
MON	220,70	-	-	-	-	-	-	-19,70	61,00

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

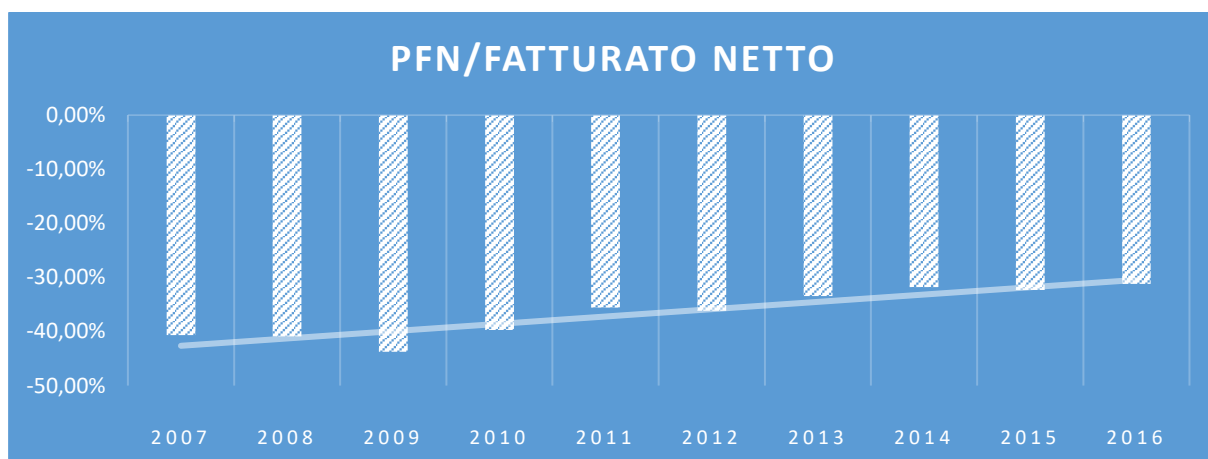
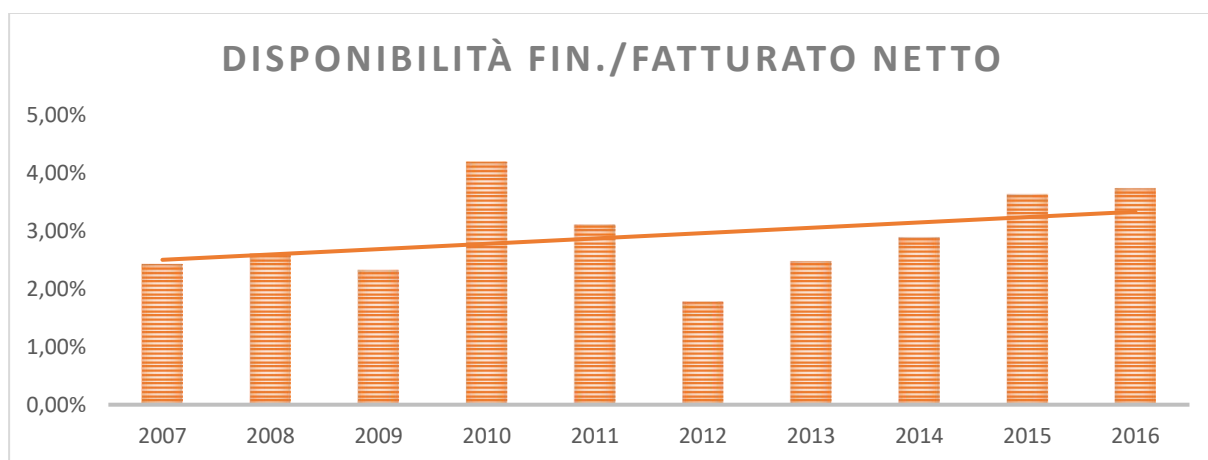
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	6,30	7,50
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	17,40	24,60
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	8,40	3,10

VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24,40	27,00
Disponibilità f./ fatturato netto	2,43	2,61	2,33	4,19	3,11	1,78	2,47	2,89	3,63	3,74	
PFN/ fatturato netto	-40,65	-40,91	-43,77	-39,72	-35,59	-36,16	-33,45	-31,77	-32,33	-31,21	

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il settore è molto variegato e per questo è molto discontinuo nelle performance. Tendenzialmente c'è una ripresa del volume d'affari sul mercato domestico mentre sono in miglioramento già da qualche anno le statistiche attinenti all'estero. All'interno del cartario resta in flessione il comparto grafica, mentre cresce tutto l'apparato converting,

costruttori di macchine grafiche e cartotecniche⁷⁴. Significativa è la diminuzione dei debiti finanziari di quasi 10 punti percentuali dal 2007 al 2016 a fronte di un timido aumento delle disponibilità finanziarie.

2.3.8 Chimico

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	100,20	-20,40	19,40	9,40	0,30	-1,80	-0,90	1,30	-2,50
Fatturato all'estero	112,20	-24,60	29,90	11,70	4,60	-0,90	1,00	1,00	-3,00
Fatturato in Italia	92,50	-17,80	13,20	7,80	-2,60	-2,50	-2,30	1,60	-2,10
MOL	143,40	-	-	-	-	-	-	48,90	17,00
MON	200,90	-	-	-	-	-	-	109,40	28,70

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

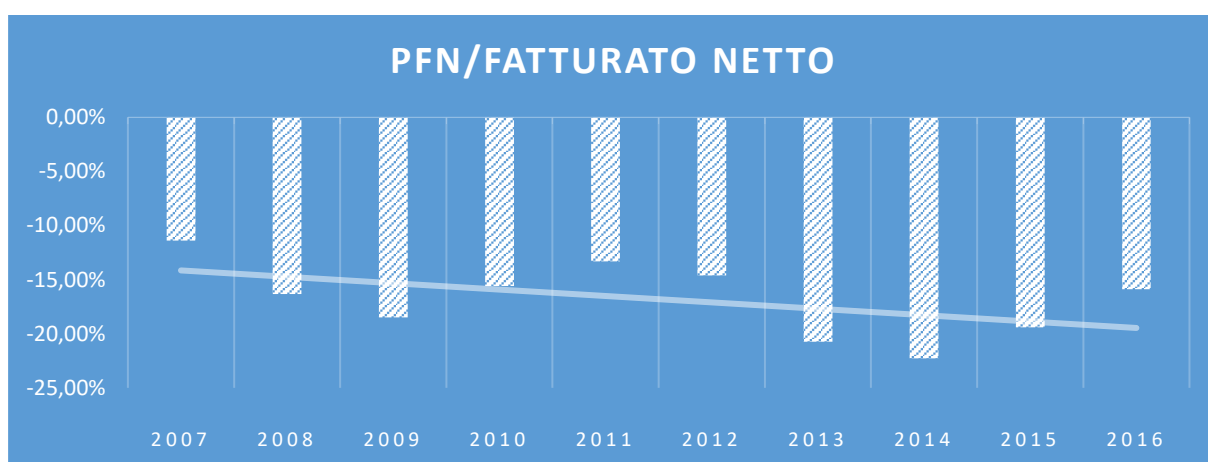
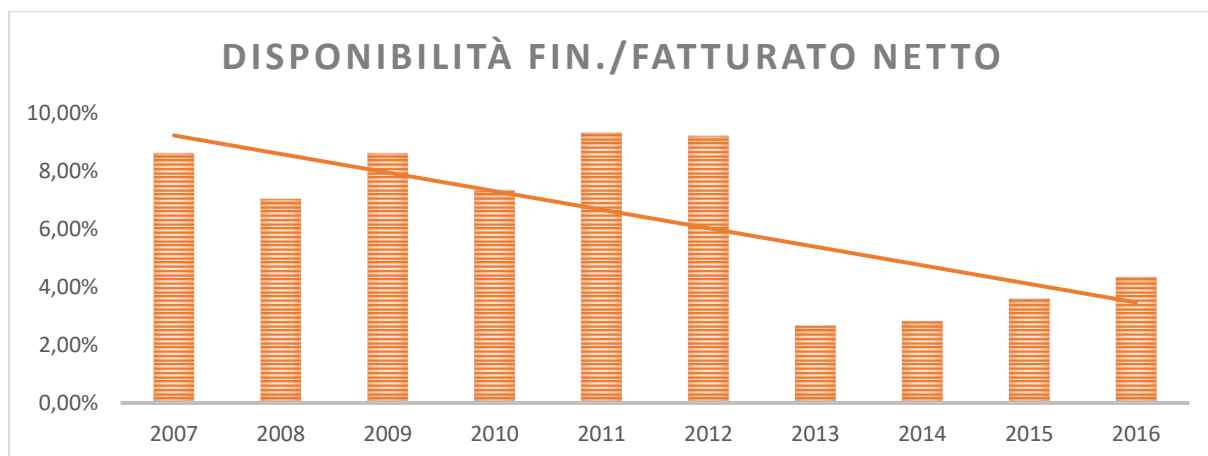
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	8,70	10,10
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	26,90	31,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	6,70	5,70
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	25,90	26,90
Disponibilità f./ fatturato netto	8,61	7,04	8,61	7,33	9,32	9,22	2,66	2,81	3,59	4,34
PFN/ fatturato netto	-11,40	-16,35	-18,49	-15,58	-13,33	-14,63	-20,74	-22,28	-19,41	-15,88

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

⁷⁴ Si veda: <https://packmedia.network/it/federazione-carta-grafica-terzo-trimestre-2016>.



Il settore chimico è uno di quelli che ha patito di più la crisi a livello mondiale. Non stupisce, quindi, il decremento in termini di fatturato sia in Italia che all'estero. Questo segmento rifornisce con i suoi prodotti tutti i settori industriali ed è allora un ottimo anticipatore dei cicli industriali. Infatti, quando le prospettive future sono certe, le imprese riempiono il proprio magazzino di materie prime, quali vernici, coloranti, collanti e tutto l'armamentario chimico indispensabile per l'attività.⁷⁵ In un contesto globale incerto, anche nel 2016 il settore chimico non ha visto una vera ripartenza, complice anche l'abbassamento del prezzo del petrolio. Dunque la strategia a livello mondiale delle imprese del settore è quello di rinunciare a parte del fatturato per vendere quanto stipato in magazzino diminuendo i costi di produzione. Ecco perché il ROI riesce a salire così come

⁷⁵ Si veda: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-01-03/chimica-la-ripresa-130952.shtml?uuid=ADfxlKPC>.

il MON sul VA nel 2016. Con performance molto altalenanti nel tempo, tra l'altro dipendenti anche da variabili macroeconomiche, risulta trascurabile il decremento delle disponibilità finanziarie dal 9% circa al 4,34% nel 2016, e difficile da commentare la PFN, molto variabile a seconda del microsettore di riferimento o dell'area geografica di appartenenza dell'impresa.

2.3.9 Costruzione di mezzi di trasporto

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	121,50	-20,20	4,90	5,30	-1,00	4,50	10,20	10,40	9,50
Fatturato all'estero	130,10	-22,50	12,60	5,40	2,90	7,20	6,10	11,40	8,50
Fatturato in Italia	108,50	-16,70	-5,90	5,10	-7,50	-0,70	18,50	8,50	11,40
MOL	74,20	-	-	-	-	-	-	35,40	53,50
MON	25,90	-	-	-	-	-	-	(*)	(**)

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

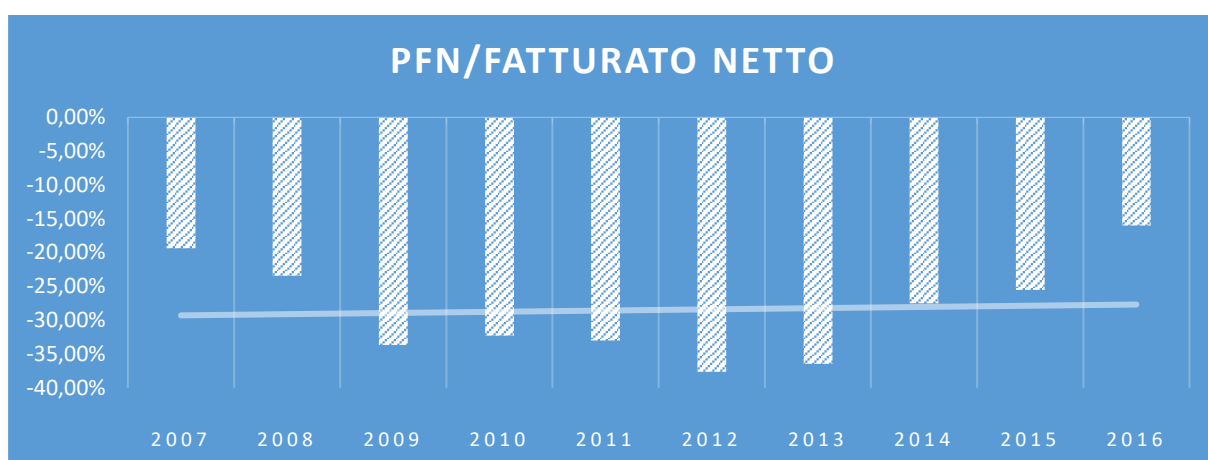
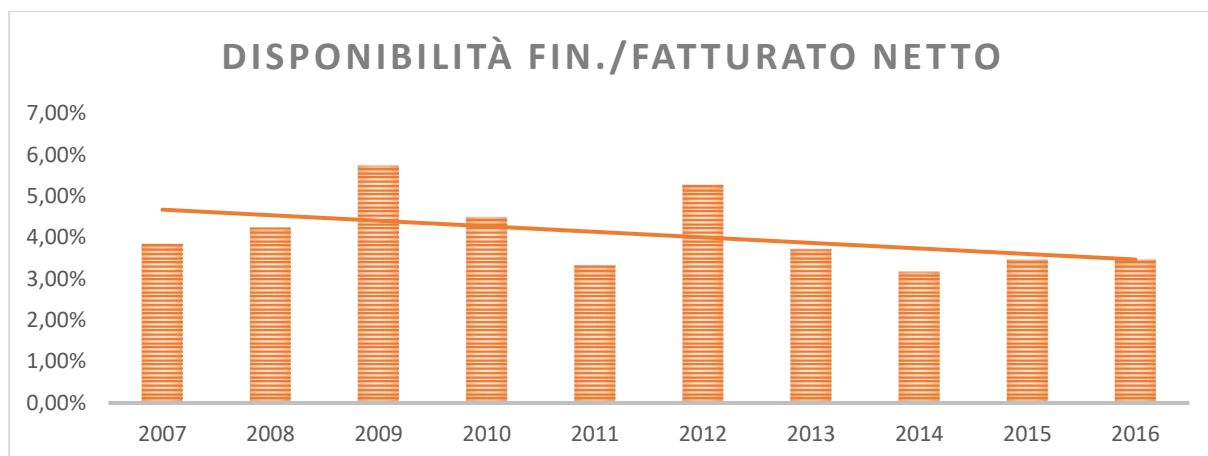
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	2,00	4,20
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,50	4,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	14,30	11,60
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	20,30	25,70
Disponibilità f./ fatturato netto	3,85	4,24	5,73	4,49	3,32	5,27	3,71	3,17	3,46	3,46
PFN/ fatturato netto	-19,38	-23,42	-33,66	-32,30	-32,97	-37,63	-36,44	-27,51	-25,53	-15,99

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Questo settore sintetizza la produzione di mezzi di vario genere: dalle automobili, agli autobus, a macchinari agricoli, ecc. La tendenza della domanda è positiva, i fatturati crescono sia in Italia che all'estero, e migliorano i risultati economici in termini di MOL e MON, seppur con numeri lontani dalla condizione pre-crisi. I grafici dimostrano l'intenzione precisa dal 2013 in avanti di addolcire la posizione finanziaria netta diminuendo i debiti ma non alzando la disponibilità finanziaria, che resta marginale.

2.3.10 Distribuzione al dettaglio

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	118,80	1,40	4,90	3,10	1,70	1,10	0,60	3,20	1,50
Fatturato all'estero	128,60	-42,70	-11,10	31,30	48,40	16,20	12,90	1,60	-2,70
Fatturato in Italia	118,80	1,60	4,90	3,10	1,50	1,00	0,50	3,20	1,50

MOL	117,00	-	-	-	-	-	-	-	11,80	4,50
MON	123,00	-	-	-	-	-	-	-	31,10	10,70

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

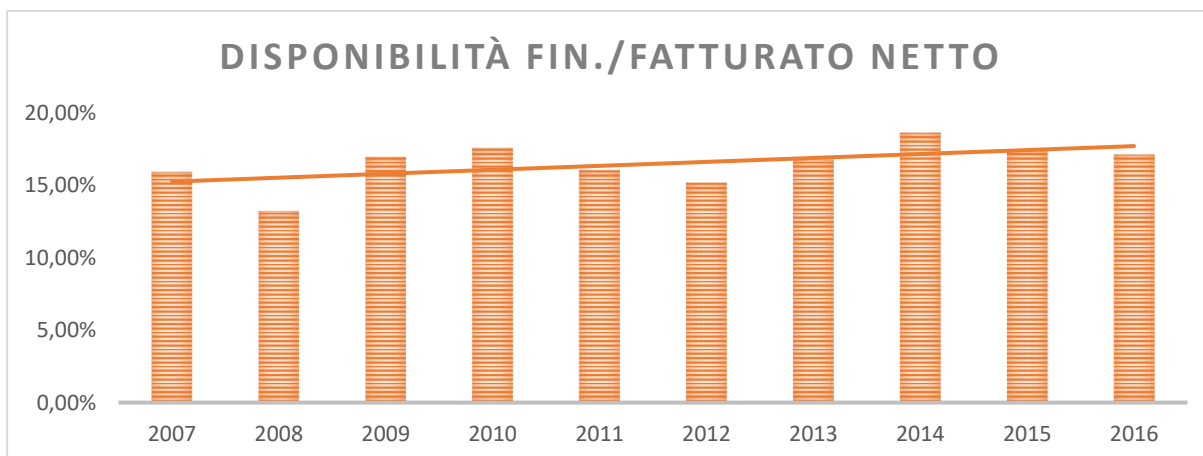
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

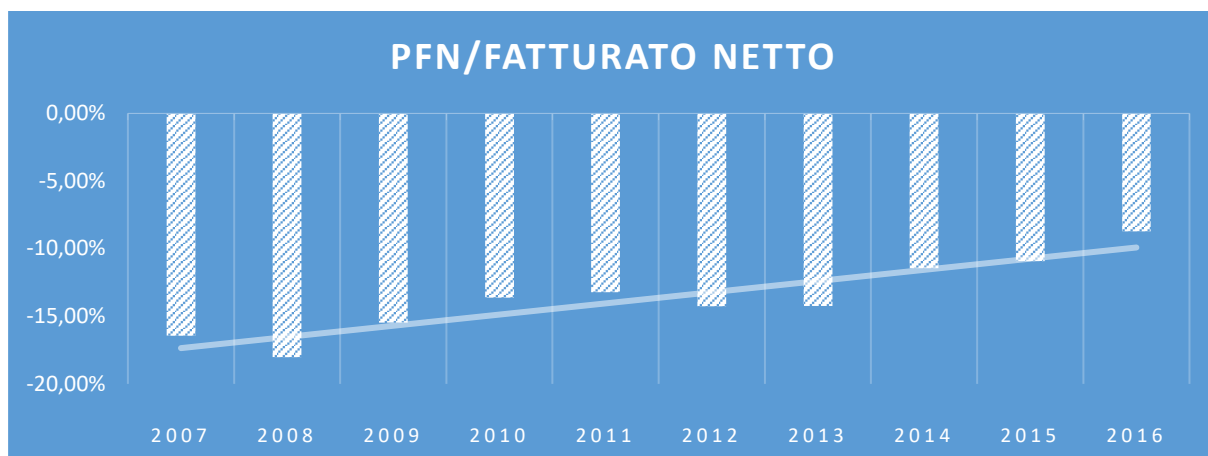
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	5,60	5,50
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	14,20	15,30
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	7,40	5,50
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	26,00	26,40
Disponibilità f./ fatturato netto	15,94	13,24	16,96	17,57	16,05	15,19	16,77	18,64	17,43	17,11
PFN/ fatturato netto	-16,43	-18,03	-15,48	-13,62	-13,22	-14,26	-14,24	-11,45	-10,91	-8,72

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Il settore nel 2016 performa in linea con l'anno precedente. C'è un leggero aumento del fatturato in Italia, ma ci sono diverse precisazioni da fare: c'è un incremento delle vendite su grande distribuzione dello 0,3% a dicembre 2016 rispetto al 2015, mentre si legge un decremento per la piccola distribuzione pari allo 0,6% nello stesso periodo. Tuttavia, negli esercizi prevalentemente alimentari si ha +1,7% di valore sulle vendite per i discount, +0,6% per i supermercati e -0,6% per gli ipermercati⁷⁶. In questo settore le disponibilità finanziarie sono ad un livello molto più alto dei precedenti (si parte da oltre il 15% sul fatturato) e tende ad aumentare, ma soprattutto c'è una diminuzione dei debiti finanziari che porta la PFN al record massimo di -8,72% nell'ultimo anno. Questo dato è interessante, in quanto la distribuzione al dettaglio ha una competizione molto elevata e i margini non sono particolarmente sostanziosi, quindi avere una posizione finanziaria netta in miglioramento può fare la differenza contro i numerosi rivali sul territorio.

2.3.11 Elettrodomestici e Apparecchi televisivi

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	71,20	-15,80	-0,40	-4,10	-6,00	0,10	1,30	1,10	-8,10
Fatturato all'estero	74,10	-20,70	-3,10	0,20	-2,20	0,60	5,50	-1,50	-5,80
Fatturato in Italia	77,80	-11,30	1,30	8,80	-5,50	-10,00	-5,90	5,60	-5,70

⁷⁶ Si veda: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-02-23/a-dicembre-vendite-dettaglio-languono-e-2016-si-chiude-crescita-zero-102017.shtml?uuid=AE780rb>.

MOL	81,60	-	-	-	-	-	-	-	25,90	-10,80
MON	72,10	-	-	-	-	-	-	-	65,70	-16,70

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

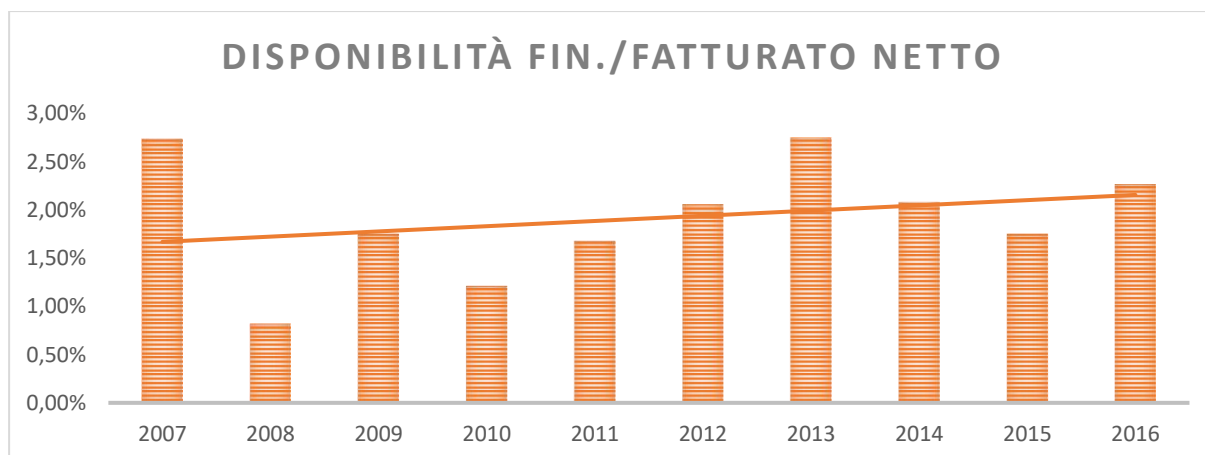
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

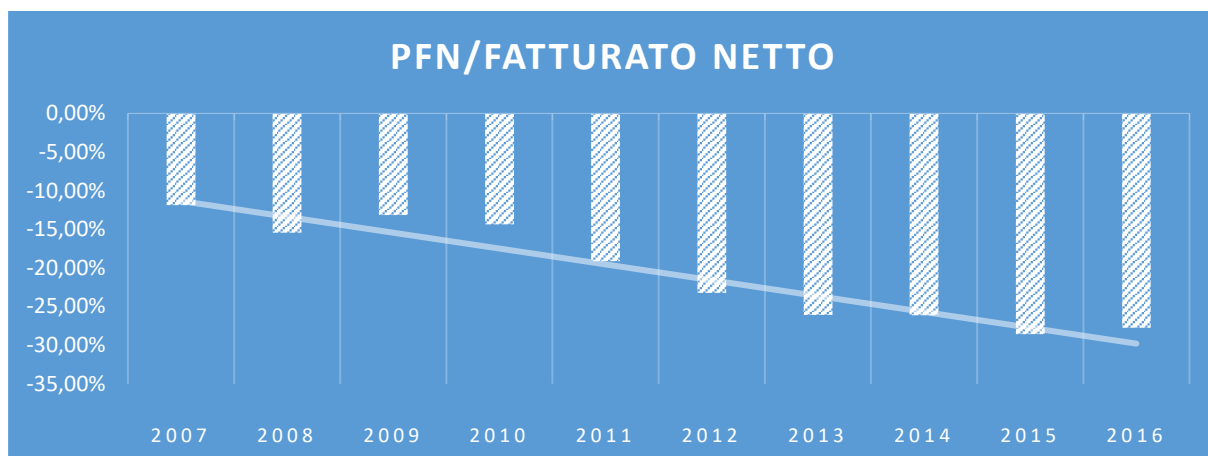
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,50	7,40
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	12,60	11,10
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	13,30	15,80
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	29,00	27,40
Disponibilità f./ fatturato netto	2,74	0,82	1,75	1,21	1,68	2,06	2,75	2,08	1,75	2,27
PFN/ fatturato netto	-11,88	-15,45	-13,16	-14,36	-19,13	-23,22	-26,07	-26,11	-28,55	-27,72

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Questo settore subisce l'influenza dell'avanzamento tecnologico. Il ciclo di vita di molti elettrodomestici così come degli apparecchi televisivi si è molto accorciato, e le nuove tecnologie rivoluzionano ciclicamente l'utilizzo dei prodotti. Pensando alle televisioni si è passati in pochi anni da quelle col tubo catodico, a quelle a schermo piatto, a cristalli liquidi, in alta definizione, in ultra alta definizione, in 4k, con il digitale terrestre incorporato o meno, con un sistema in grado di connettersi alla rete internet e mettere a disposizione dell'utente servizi on demand, google assistant, ecc. Secondo l'analisi della società di ricerche Gfk, il mercato dei televisori è considerato maturo, vendendo all'incirca 229 milioni di televisori l'anno e con possibile crescita grazie ai mercati emergenti. Da sottolineare come il formato 32 pollici sia il più venduto, ma stanno lievitando le vendite delle smart tv e quelle di formato oltre i 60 pollici. Anche gli elettrodomestici giocano una partita simile con la tecnologia: la smartizzazione dei dispositivi è già iniziata. Alcuni esempi di vendite in aumento nel 2016 rispetto al 2015 sono il +15% delle lavatrici con carico maggiore di 8 kg, frigoriferi in A+++ + 29%, sistemi di cottura a induzione + 21%. Discorso analogo per i piccoli elettrodomestici che hanno raggiunto un valore paragonabile a quelli più grandi: esempi sono le aspirapolveri a scopa segnano un +40% rispetto al 2015, quelle robot + 20%, e purificatori d'aria +20%, per un totale di 5,5 miliardi di euro complessivi⁷⁷. Questi dati implicano da parte delle imprese una continua spesa per acquistare le nuove tecnologie e non perdere quote di mercato nei confronti dei

⁷⁷ Si veda: <https://www.wired.it/economia/business/2017/04/28/mercato-elettrodomestici-tv-smartphone/>

rivali, appesantendo i debiti finanziari. I dati in Italia sono sicuramente negativi, in quanto la competizione internazionale dei grandi brand schiaccia quella nazionale: LG, Samsung, Whirlpool, Bosch, Siemens sono solo esempi di colossi stranieri. I risultati economici e finanziari sottolineano la difficoltà del settore e la pesante struttura finanziaria complessiva.

2.3.12 Elettronico

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	90,60	-7,40	8,30	5,60	-3,00	-5,90	-4,60	1,30	-3,00
Fatturato all'estero	108,40	-2,10	17,10	2,20	-	-1,50	-3,20	-2,80	-0,20
Fatturato in Italia	77,80	-11,30	1,30	8,80	-5,50	-10,00	-5,90	5,60	-5,70
MOL	59,40	-	-	-	-	-	-	-3,80	-33,00
MON	(***)	-	-	-	-	-	-	-12,00	(***)

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

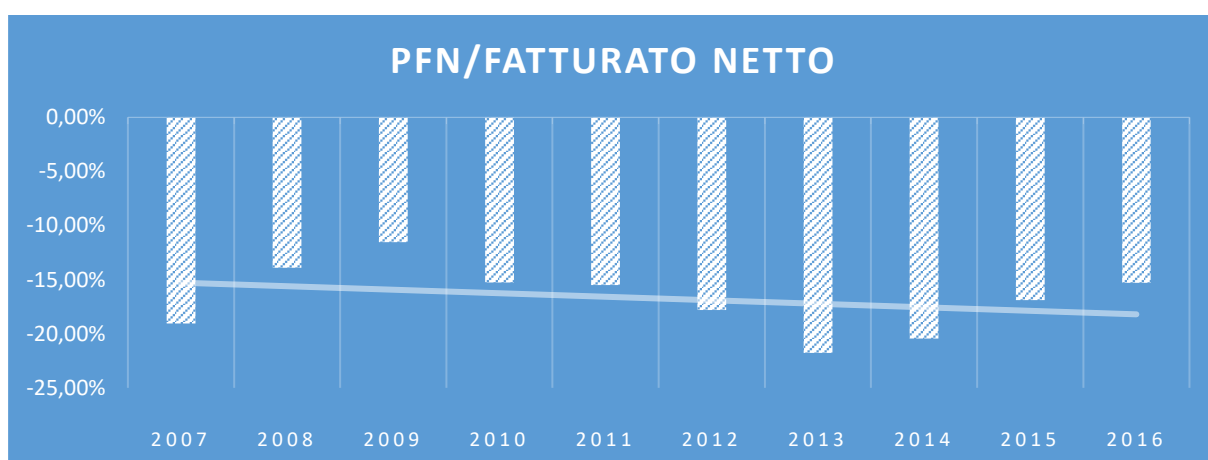
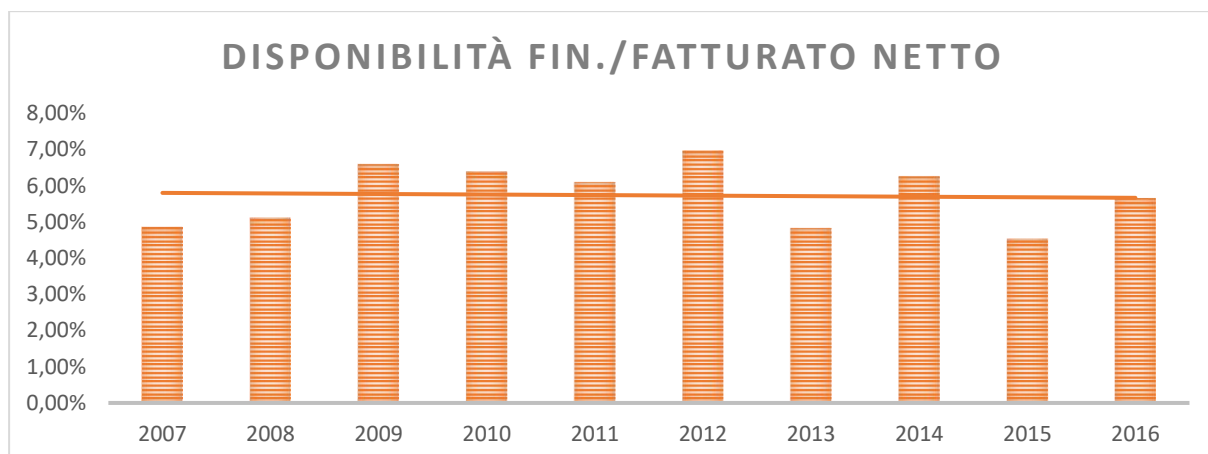
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	4,20	1,30
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	6,70	-0,20
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	3,70	3,10
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	40,60	44,00
Disponibilità f./ fatturato netto	4,86	5,12	6,60	6,40	6,11	6,98	4,83	6,26	4,54	5,66
PFN/ fatturato netto	-19,04	-13,90	-11,55	-15,25	-15,49	-17,82	-21,78	-20,43	-16,90	-15,29

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Questo settore soffre l'influenza del prezzo dei combustibili fossili e l'incertezza della domanda sui mercati nazionali ed internazionali. Il comparto cavi ha segnato -6,3% rispetto al 2015, seppur ascensori e scale mobili tornino a salire con il 2,5%, così come gli apparecchi domestici e professionali con l'1%, e i componenti elettrici del 4%.⁷⁸ Dopo la crisi il settore non sembra aver ritrovato il suo equilibrio, con un fatturato in Italia ancora piuttosto debole ed in calo, scarse le disponibilità finanziarie e una struttura finanziaria altalenante che mostra grande incertezza ed incapacità di ripartire con investimenti opportuni e studiati.

2.3.13 Emittenza Radio-Tv

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
--------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

⁷⁸ Si veda: <https://www.smartbuildingitalia.it/wp-content/uploads/2017/06/Dati-di-settore-ANIE-2016.pdf>

Fatturato totale	92,60	1,70	2,70	-3,80	-6,80	-2,90	-4,10	0,50	5,80
Fatturato all'estero	52,50	3,10	-24,70	-58,20	11,30	-8,40	5,30	22,70	22,90
Fatturato in Italia	93,10	1,70	3,10	-3,40	-6,80	-2,90	-4,20	0,40	5,70
MOL	(***)	-	-	-	-	-	-	56,90	(***)
MON	(***)	-	-	-	-	-	-	(*)	(*)

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

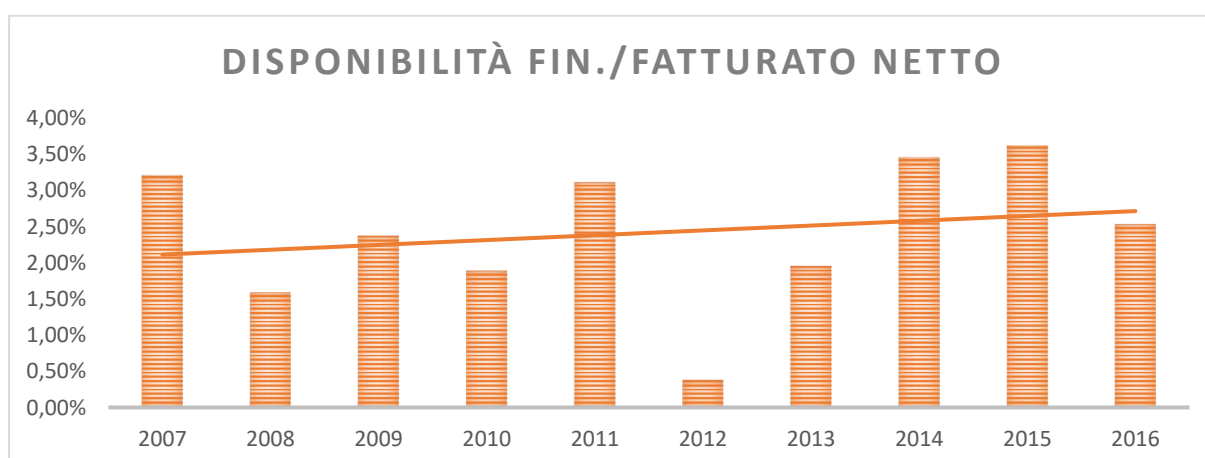
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

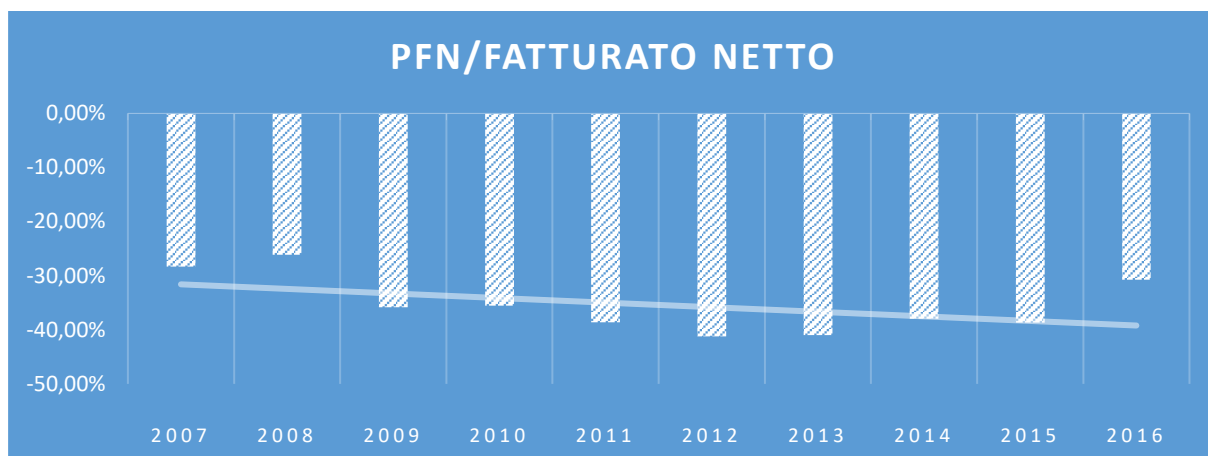
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	0,20	-5,20
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,50	-27,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	5,20	6,60
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	27,90	24,50
Disponibilità f./ fatturato netto	3,21	1,59	2,38	1,89	3,11	0,38	1,96	3,46	3,62	2,53
PFN/ fatturato netto	-28,30	-26,13	-35,83	-35,55	-38,64	-41,24	-41,00	-37,95	-38,67	-30,77

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Il mercato delle emittenze radiotelevisive sta seguendo un processo di cambiamento rivoluzionario per la fruizione del servizio. Va distinta innanzitutto la tv in chiaro da quella a pagamento; nel primo caso il gruppo RAI e Mediaset/Fininvest concentrano l'offerta per l'80%. Nel secondo caso il gruppo 21st century Fox/Sky Italia si afferma come leader del settore proponendo il servizio sia attraverso la piattaforma satellitare sia online, coprendo il 77% dell'offerta; al secondo posto si trova il gruppo Fininvest/Mediaset al 21%. Dagli anni '90 al 2016 l'andamento registrato rivela una contrazione dell'audience delle TV generaliste e una crescita degli altri operatori, seppur RAI e Mediaset raggiungano da sempre un livello di ascolti superiore a qualsiasi altro operatore⁷⁹. In Italia si trascorrono in media tre ore e mezza al giorno davanti alla televisione, una statistica che pone l'Italia vicina al vertice, dominato dall'Arabia Saudita. Nel 2016 c'è una ripresa degli ascolti, ma complessivamente il settore non sembra essere profittevole come in passato, come testimonia un ROI negativo e risultati economici in discesa nonostante l'aumento di fatturato. Anche l'emittenza radio, caratterizzata da forte frammentazione nell'offerta e disomogeneità per area geografica, sta subendo un processo di concentrazione attuato dal gruppo Fininvest che ha acquistato R.T.I. (Reti televisive italiane) nel 2016. La tecnologia in questo settore rende il futuro incerto, soprattutto nell'ambito televisivo, dove i servizi come Netflix o Amazon Prime video stanno

79

Si

veda:

<https://www.agcom.it/documents/10179/8078012/Sintesi+Relazione+Annuale+2017.pdf/69ddc8b9-e975-4106-a940-0f857279f851>

prendendo piede soprattutto fra i giovani, e stanno rivoluzionando il modo di fruire quei servizi che erano esclusivamente legati alla televisione e non alla rete internet. In questo senso soprattutto gli operatori privati come Sky attuano nuovi investimenti per creare decoder con funzioni diverse, pacchetti che offrano una gamma di servizi specifica per gli abbonati, e varie altre formule per contrastare la nuova concorrenza. Tutto questo richiede un certo dispendio di finanziamenti che ben spiega una PFN che non appare in netto miglioramento e delle disponibilità finanziarie scarse.

2.3.14 Energia-Gas

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	93,00	-9,00	2,20	10,10	6,50	-1,80	-4,30	-2,40	-7,10
Fatturato all'estero	247,20	14,30	13,00	107,00	-1,40	-20,00	25,00	4,20	-10,10
Fatturato in Italia	82,60	-10,50	1,40	0,80	8,10	1,40	-8,40	-3,70	-6,40
MOL	80,90	-	-	-	-	-	-	-3,30	-7,60
MON	74,20	-	-	-	-	-	-	-2,20	-12,30

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

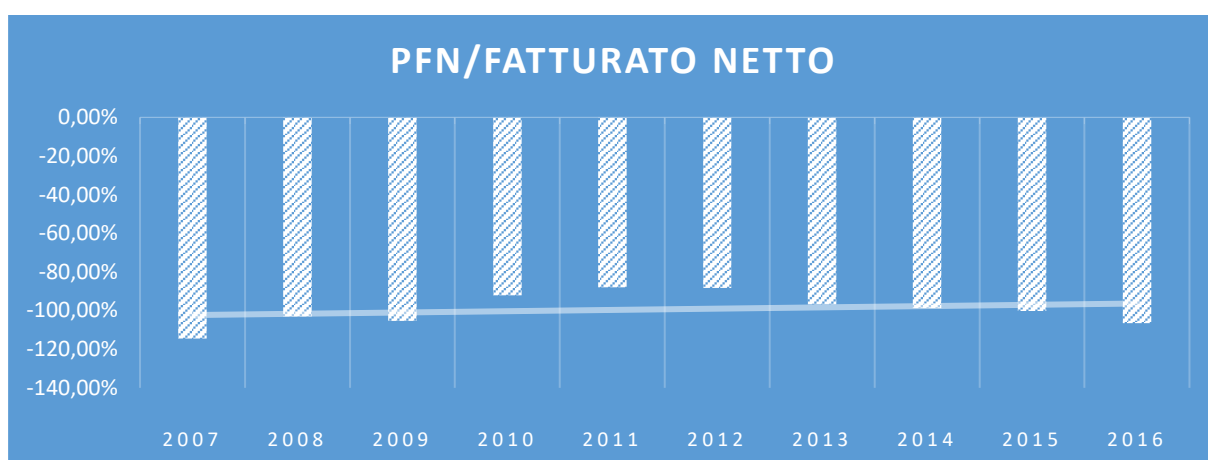
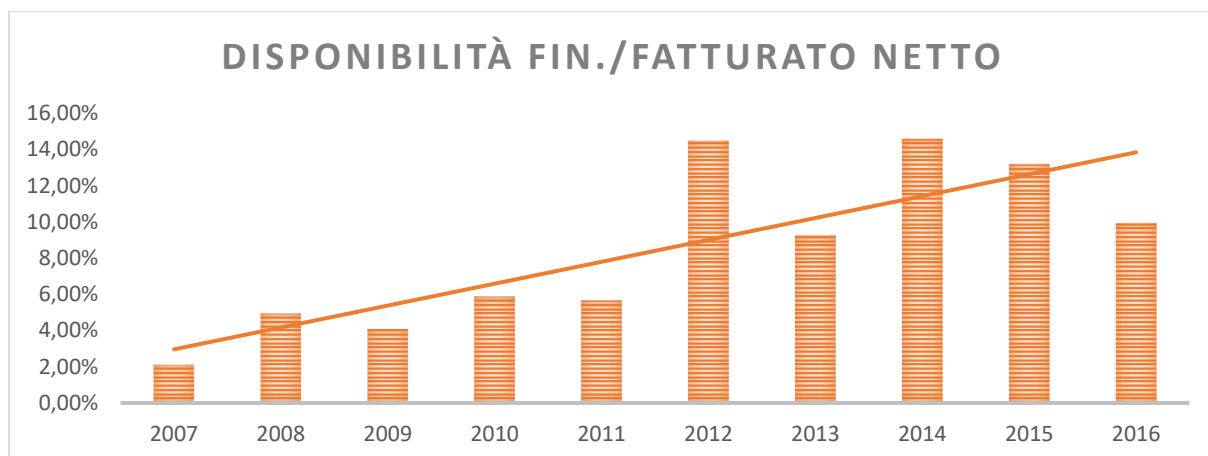
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,50	7,20
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	50,00	47,30
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	11,50	15,80
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	12,20	11,40
Disponibilità f./ Fatturato netto	2,10	4,93	4,08	5,88	5,66	14,46	9,26	14,57	13,18	9,92
PFN/ fatturato netto	-114,43	-103,10	-105,32	-92,09	-88,02	-88,34	-96,71	-98,70	-100,26	-106,61

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il settore dell'energia elettrica e del gas vive un periodo di grande incertezza, causato da due fenomeni: il primo è la trasformazione della domanda, in quanto le nuove tecnologie migliorano l'efficienza dei prodotti di consumo e le energie rinnovabili seguono il trend in forte ascesa della sostenibilità, tema cruciale nel mondo negli ultimi anni, provocando da un lato una diminuzione dei consumi e di conseguenza della domanda di energia, e dall'altro una nuova produzione di corrente elettrica direttamente in capo agli utenti. Questo lo si evince dal calo del 15% sul valore delle importazioni di energia elettrica rispetto al 2015⁸⁰ (ricordando che la maggior parte della corrente elettrica in Italia viene importata), che si traduce in un calo del fabbisogno interno lordo coperto dall'estero dell'11,9% in un anno. Dal punto di vista della domanda va sottolineato anche il -10% di

⁸⁰ Si veda: http://www.elettricitafutura.it/News/Energia/Relazione-annuale-AEEGSI-i-trend-del-mercato-dellenergia-nel-2016_265.html.

richiesta di carbone, ma il +5% di gas naturale. Un secondo fenomeno è la nascita dal 2007 del mercato libero dell'energia e del gas, che ha influenzato l'offerta disponibile e i prezzi: si pensi che nel solo 2016 il numero di rivenditori di energia elettrica è cresciuto di 61 unità, e al contempo il prezzo medio di acquisto dell'energia (PUN) ha segnato nel 2016 il record più basso della sua storia, pari a 42,78 €/MWh (18,2% in meno rispetto al 2015). Dunque un mercato così in fermento e sempre più competitivo appesantisce i bilanci e la redditività del settore, che è costretto ad efficientarsi se vuole produrre dei profitti. L'aumento delle disponibilità finanziarie a fronte di un elevato indebitamento può sicuramente essere una tattica per acquisire o eliminare quei competitors che non riescono a stare al passo.

2.3.15 Farmaceutico e Cosmetico

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	113,20	3,10	2,90	0,10	-1,10	1,10	-0,70	3,90	3,30
Fatturato all'estero	142,30	3,90	4,80	3,20	5,90	6,00	-2,60	8,30	6,90
Fatturato in Italia	102,60	2,70	2,20	-1,10	-3,80	-1,00	0,20	2,00	1,60
MOL	103,80	-	-	-	-	-	-	3,20	-7,60
MON	103,80	-	-	-	-	-	-	4,20	-11,70

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

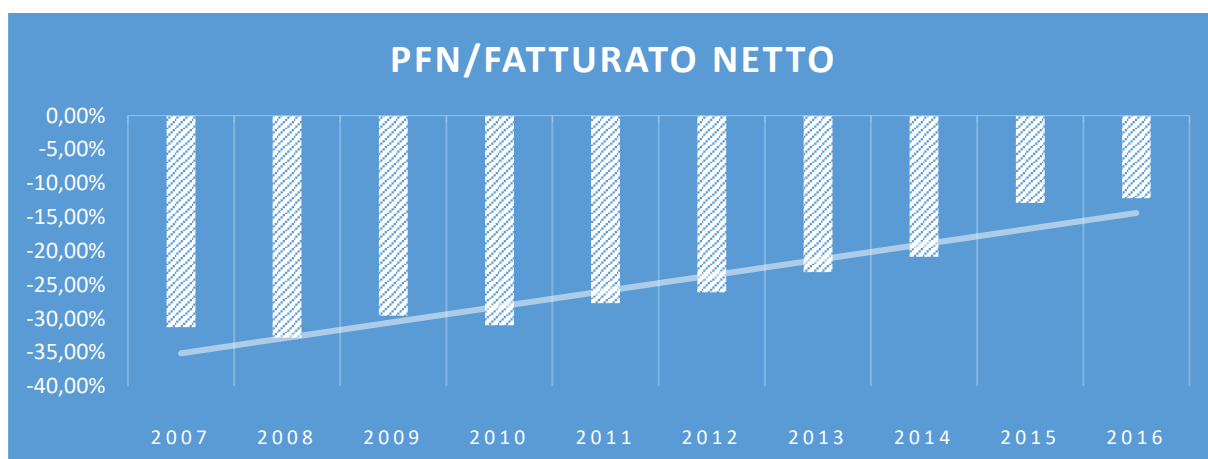
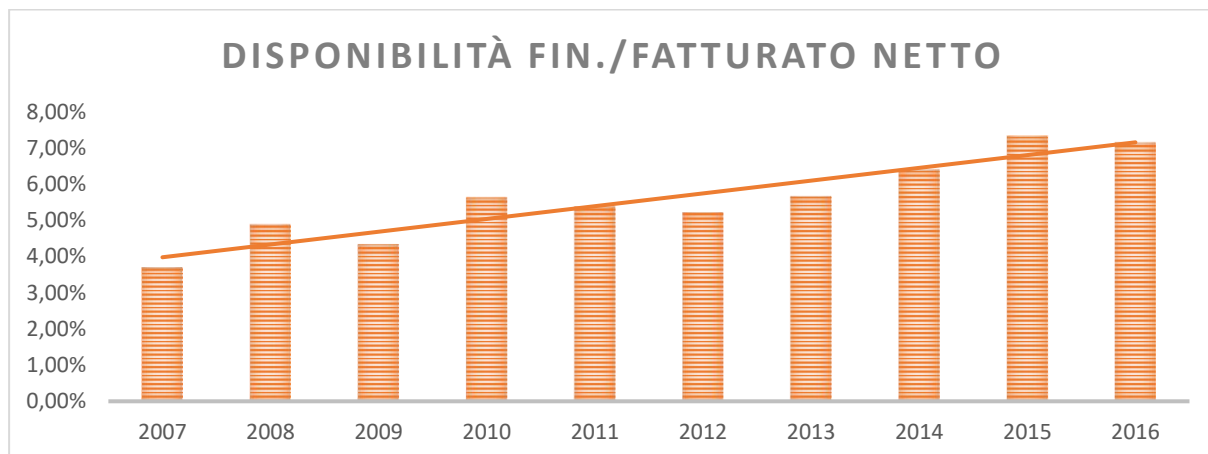
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	15,60	13,40
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	37,70	33,90
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	6,90	6,50
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	35,00	33,20
Disponibilità f./ fatturato netto	3,70	4,89	4,33	5,63	5,38	5,22	5,65	6,39	7,33	7,14
PFN/ fatturato netto	-31,30	-32,84	-29,57	-31,01	-27,73	-26,11	-23,13	-20,87	-12,90	-12,19

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il fatturato cresce in tutte le aree geografiche, con un ammontare complessivo pari a 25,6 miliardi di euro nel 2016⁸¹. In peggioramento i farmaci etici (-1,1% rispetto al 2015), in miglioramento quelli da autocura (+0,8% di valore sebbene siano contratti i consumi dello 0,7%), gli integratori (+6,6% rispetto al 2015), la cosmesi (+0,3%) e l'igiene e la cura della persona (+0,1%). Interessante notare come aumentino le vendite di integratori, cosmesi e prodotti per la cura e l'igiene della persona soprattutto nella grande distribuzione, seppur in valore assoluto rappresentino una piccola porzione rispetto a quanto venduto nelle farmacie e nei negozi specializzati. Anche in questo settore l'estero ricopre un ruolo fondamentale per la sopravvivenza delle imprese, con un fatturato molto

⁸¹ Si veda: <https://www.aboutpharma.com/blog/2017/01/23/456958/>.

superiore a quello interno. Da notare, poi, la tendenza fortissima al miglioramento della PFN, che dal 2007 al 2016 passa da un 30% sul fatturato netto al circa 12%.

2.3.16 Gomma e Cavi

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	91,10	-18,40	6,60	23,30	-9,90	-8,10	-1,40	5,30	-1,30
Fatturato all'estero	97,50	-18,90	-2,40	26,30	-2,00	-5,90	-1,10	8,60	-1,50
Fatturato in Italia	80,40	-17,50	21,60	19,40	-20,90	-11,90	-1,80	-0,90	-1,00
MOL	150,00	-	-	-	-	-	-	14,70	27,60
MON	188,80	-	-	-	-	-	-	22,40	36,40

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

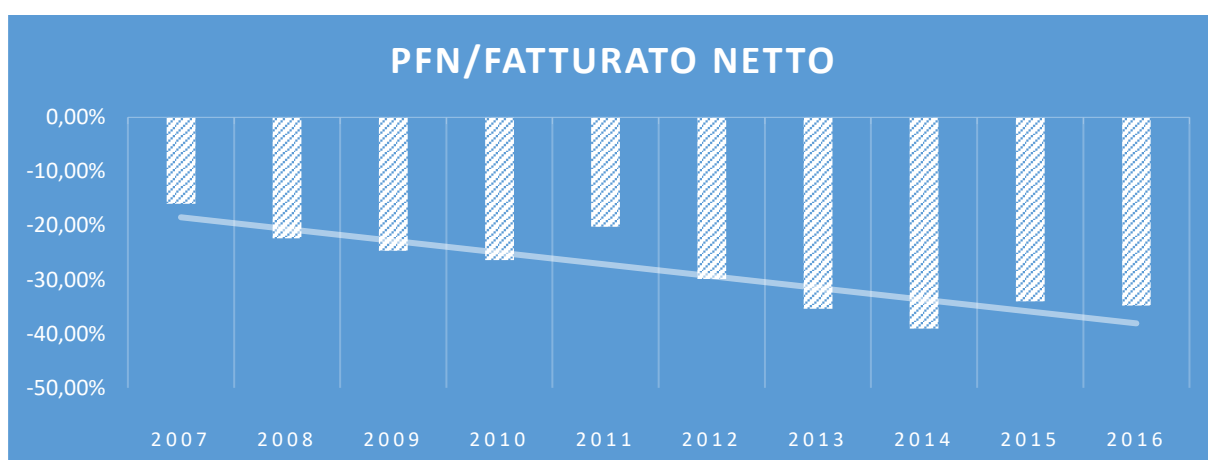
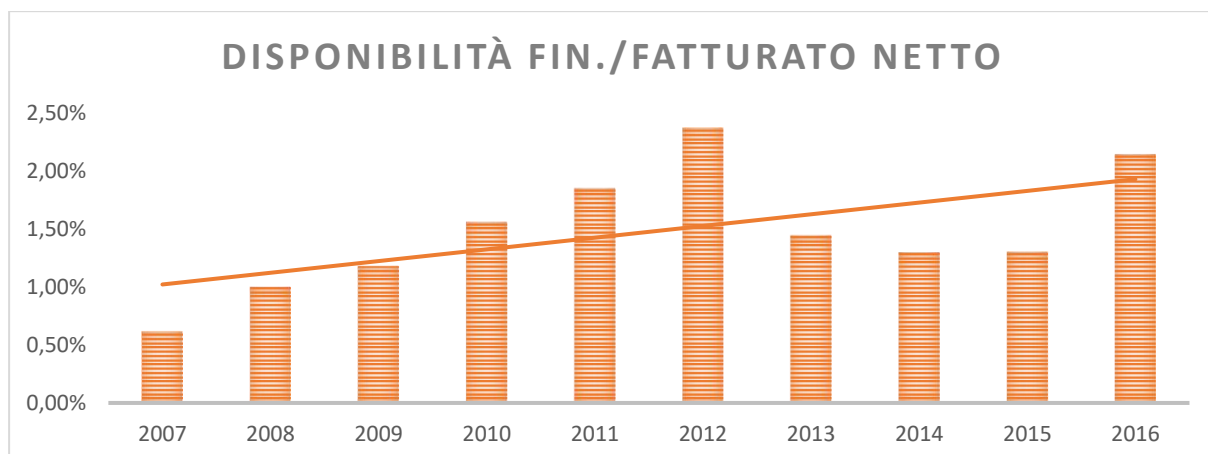
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	11,80	15,70
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	30,30	37,90
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	20,30	26,60
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	23,30	24,40
Disponibilità f./ fatturato netto	0,61	1,00	1,18	1,56	1,85	2,37	1,45	1,30	1,31	2,14
PFN/ fatturato netto	-15,97	-22,34	-24,70	-26,40	-20,25	-29,89	-35,40	-39,05	-34,01	-34,80

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il comparto gomma e cavi sta vivendo un processo di rinnovamento dopo un periodo di forte stallo successivo alla crisi economica. Il 40% dell'industria dei cavi è in mano a 3 grandi multinazionali: Prysmian (che alla sua ombra ha permesso di dar vita a numerose PMI che costituiscono il restante 60%), la francese Nexans che ha la sua sede in Italia ad Agrate Brianza e opera nel settore del trasporto dell'energia e Corning Optical Communication con filiale italiana a Torino e specializzazione nella fibra ottica. In questi sottosectori sono stati portati avanti numerosi investimenti, come dichiara Francesco Sciarra (vicepresidente di AICE, associazione italiana industrie di cavi e conduttori elettrici, e responsabile della CPR, ovvero il nuovo regolamento europeo in materia): "evoluzioni dovute al cambiamento delle tecnologie d'uso, per esempio i cavi telefonici sono diventati quasi tutti fibra ottica; quelli in uso nell'elettronica hanno subito le trasformazioni dell'elettronica stessa, mentre i cavi per l'energia languivano da anni: la

CPR ha impresso una spinta di innovazione che in effetti mancava⁸². Per quanto riguarda il comparto gomma nel 2015 la produzione di prodotti termoplastici è aumentata del 3%, nei prodotti tecnici del 2% e degli pneumatici dell'11%⁸³. Questo settore fa dell'export un punto chiave, e per questo l'andamento della medesima industria in regioni avanzate come negli Stati Uniti, influenza gli scenari che ci saranno da attendersi in ogni parte del mondo. Ebbene negli USA il mercato è stabile, con una tendenza ad una leggera ripresa, esattamente come i dati precedentemente elencati testimoniano in Italia. Le nuove tecnologie permettono quindi margini più alti e un ROI più interessante, seppur appesantiscano le casse delle imprese coinvolte e per questo la PFN sembra peggiorare.

2.3.17 Impiantistico

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	70,00	-5,30	-3,50	1,40	-0,10	-11,70	-6,40	-10,50	2,20
Fatturato all'estero	75,50	-8,90	4,20	6,90	-4,10	-15,40	-3,00	-7,90	2,70
Fatturato in Italia	59,40	1,50	-17,00	-10,50	10,50	-3,20	-13,00	-16,30	1,10
MOL	53,80	-	-	-	-	-	-	-14,40	58,70
MON	37,10	-	-	-	-	-	-	-33,10	175,60

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	2,50	5,90
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	4,80	12,50
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	5,20	11,30
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	24,90	24,80
Disponibilità f./ fatturato netto	16,31	8,76	6,16	5,80	6,58	6,18	6,95	8,40	11,75	18,31

⁸² Si veda: <https://www.industriaitaliana.it/le-aziende-italiane-prime-della-classe-nell-europa-dei-cavi/>, op. citata.

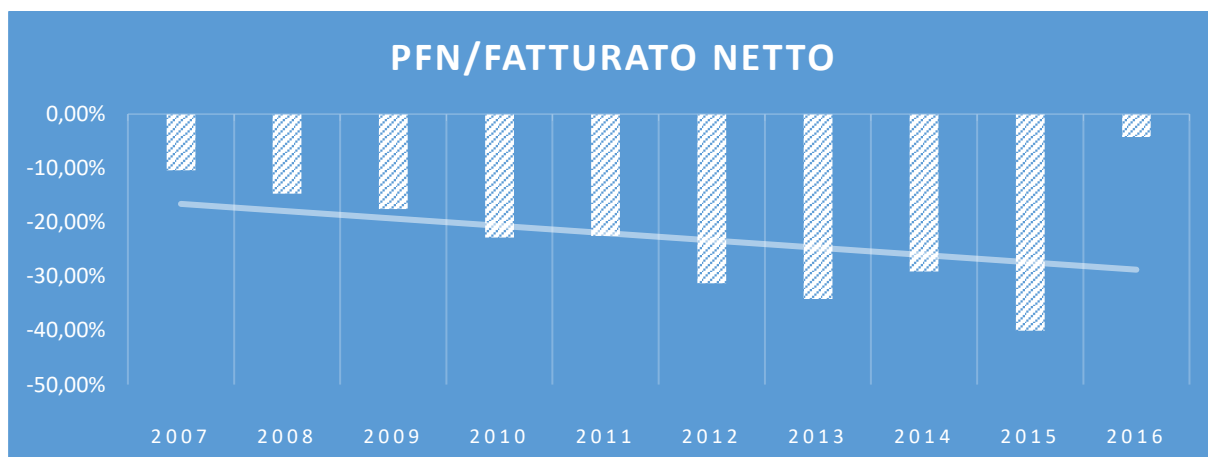
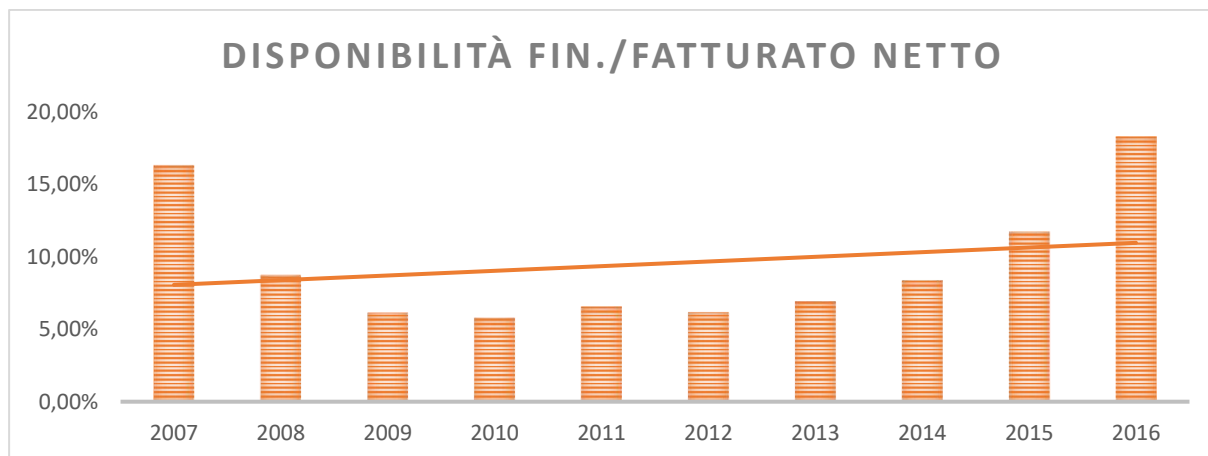
⁸³ Si veda: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2016-06-20/la-gomma-plastica-torna-crescere-201447.shtml?uuid=AD6Dstf>.

PFN/ fatturato netto	-10,37	-14,72	-17,53	-22,84	-22,55	-31,26	-34,18	-20,08	-40,04	-4,27
-------------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	-------

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Dal 2012 ad oggi l'impiantistica ha assunto un ruolo sempre più importante all'interno delle costruzioni (dal 40% al 44% nel 2016), pur assorbendo meglio i colpi della crisi⁸⁴. Questo lo si evince dal rapporto CRESME-CNA, che mette in luce l'andamento altalenante del settore, pur sempre migliore di quello delle costruzioni: -12% di produzione impianti nel 2009 con la crisi, un biennio di ripresa, poi tre anni di nuova flessione (-17% contro il

⁸⁴ Si veda: <http://www.cna.fvg.it/cna01/unioni-e-raggruppamenti/646-cna-installazione-e-impianti-rapporto-cna-cresme-il-mercato-in-crescita?jij=1534428963683>.

-22% delle costruzioni nello stesso intervallo di tempo), per poi ripartire con il 6,3% nel biennio 2015-2016 contro l'1,7% delle costruzioni. In prospettiva futura cresce l'attenzione verso il risparmio idrico e la gestione delle spese della casa; inoltre l'invecchiamento della popolazione porta un'accelerazione verso l'impiantistica orientata al comfort e alla domotica assistenziale, che indubbiamente è destinata a crescere. Tuttavia, come dimostra il settore costruzioni, i fatturati sono ancora molto distanti dai valori pre-crisi, dunque c'è bisogno di diverso tempo e un vero segnale di forte e costante ripresa per una trasformazione completa del settore in grado di rigenerare dei numeri che sono ancora depressi. Anche in questo caso la tecnologia che richiede investimenti e una domanda non ancora all'altezza appesantiscono la struttura finanziaria delle imprese.

2.3.18 Imprese di costruzione

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	127,50	1,50	3,30	9,50	-1,80	10,00	4,40	4,00	-5,30
Fatturato all'estero	245,90	27,50	-3,20	8,20	6,40	14,50	15,20	22,90	6,70
Fatturato in Italia	74,40	-10,20	7,40	10,30	-6,40	7,10	-3,10	-11,30	-18,90
MOL	193,00	-	-	-	-	-	-	15,80	7,70
MON	217,00	-	-	-	-	-	-	20,40	12,70

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

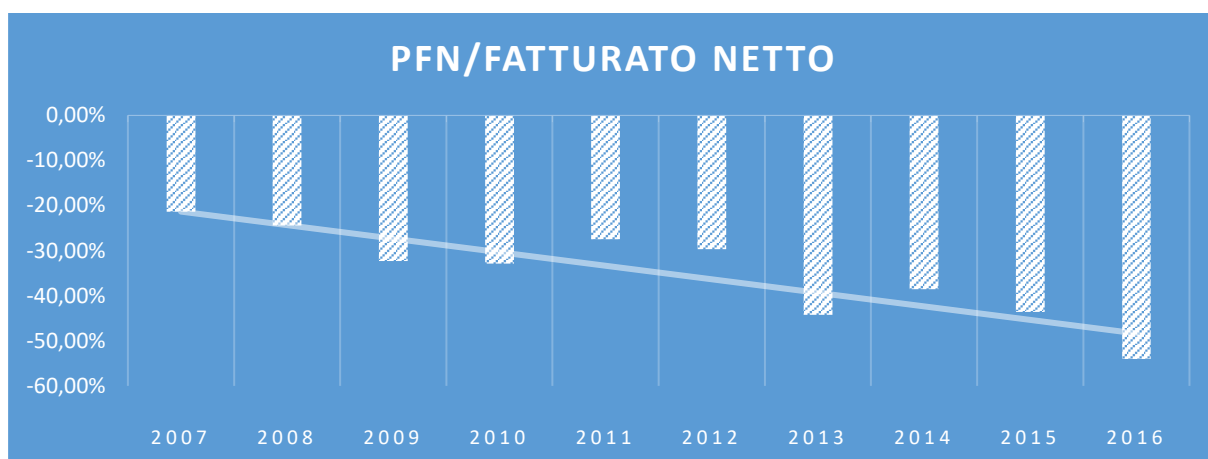
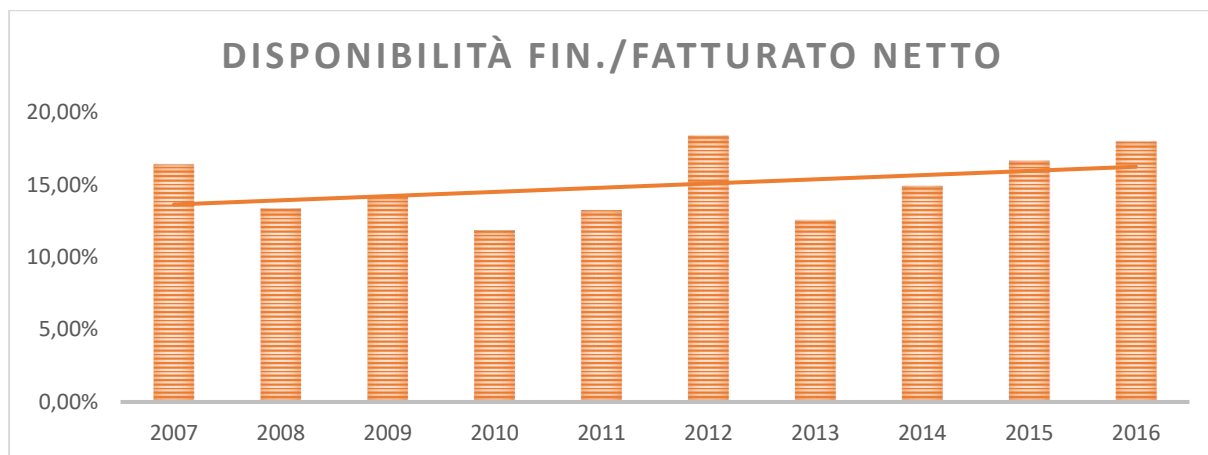
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,90	8,70
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	31,40	33,70
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	7,90	11,70
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	20,10	19,20
Disponibilità f./ fatturato netto	16,41	13,36	14,16	11,84	13,25	18,37	12,53	14,90	16,64	17,97
PFN/ fatturato netto	-21,38	-24,41	-32,34	-32,89	-27,47	-29,68	-44,26	-38,57	-43,57	-54,03

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il settore costruzione è probabilmente il più critico di quelli analizzati in questa sede. Ci sono molti numeri che aiutano a contestualizzare gli indicatori ormai classici qui esposti. Innanzitutto va considerata la falciatura delle imprese di costruzione a causa della crisi: tra il 2008 e il 2014 le imprese dai 2 ai 9 dipendenti sono diminuite del 26,9%, quelle fino ai 49 dipendenti sono scese del 40%, mentre le più grandi del 31%⁸⁵. Gli investimenti in nuova edilizia residenziale è scesa del 3,4% nel 2016 rispetto al 2015, seppur aumenti quella non residenziale del 0,8% e le manutenzioni straordinarie del 1,7%. Nel 2016 l'applicazione del nuovo codice degli appalti ha portato ad una forte contrazione della

⁸⁵ Si veda: <http://www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=35113>.

domanda a causa dell'incertezza di applicazione della nuova normativa. Ulteriore spunto di riflessione deriva dal drastico taglio dei finanziamenti pubblici al settore: nel comparto residenziale si è passati dai 31,5 miliardi di euro del 2007 agli 8 miliardi di euro nel 2015, così come nel comparto non residenziale si è passati dai 21 miliardi ai 6 nel 2014. All'alba del 2017, questo settore vede la speranza della ripresa nella nascita del Fondo Garanzia per le PMI (che renderebbe possibile l'accesso alla garanzia pubblica da parte delle imprese che hanno dimostrato maggior razionamento del credito in questi anni) e nella sperimentazione di nuove forme di finanziamento (minibond, crowdfunding, fondi di private equity). La difficile situazione italiana rende questo settore particolarmente sofferente all'interno del mercato domestico, con fatturati ben distanti dal livello pre-crisi, ma al contempo continua a spingere le imprese nazionali ad occuparsi di commesse internazionali, che rendono il fatturato con l'estero due volte e mezzo quello del 2008. In un contesto così martoriato sotto il punto di vista dei finanziamenti e della domanda è indubbio che renda la sopravvivenza molto costosa in termini di indebitamento.

2.3.19 Legno e Mobili

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	99,00	-18,10	8,20	2,40	-1,70	1,40	3,20	3,90	1,90
Fatturato all'estero	111,10	-18,80	11,80	6,10	3,30	3,30	1,90	7,60	-1,50
Fatturato in Italia	89,70	-17,60	5,50	-0,60	-5,90	-0,40	4,50	0,50	5,40
MOL	116,30	-	-	-	-	-	-	41,50	22,60
MON	119,40	-	-	-	-	-	-	81,20	29,60

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

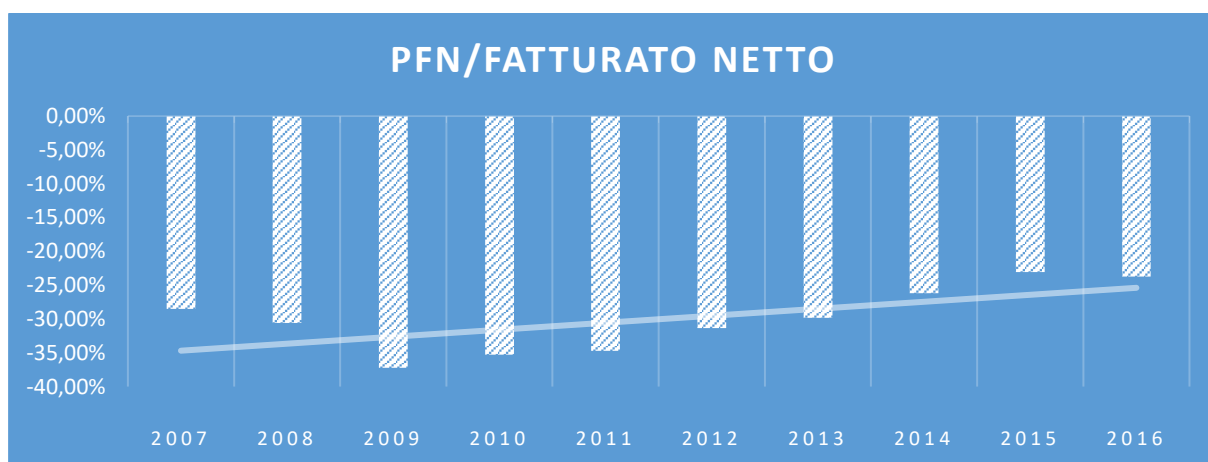
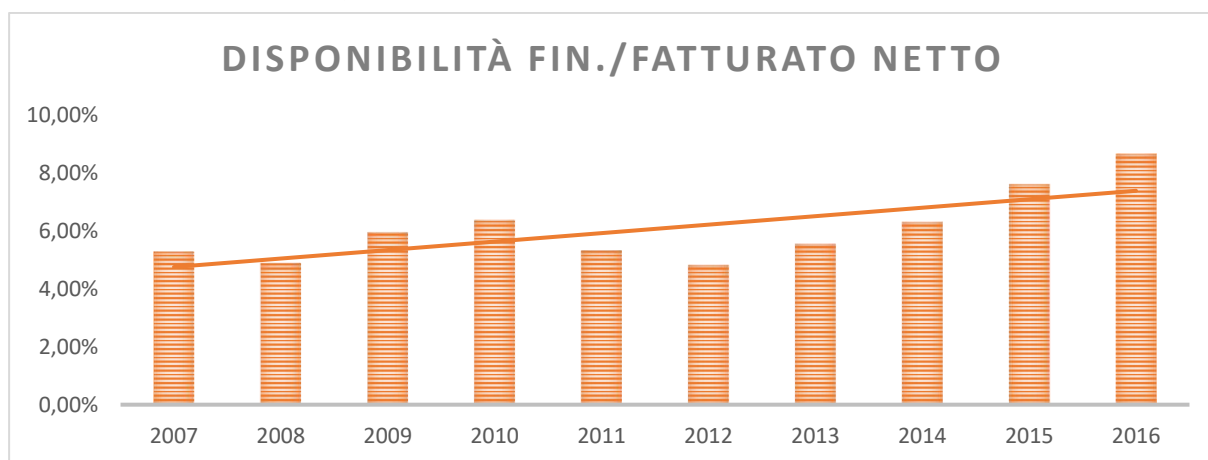
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,10	8,20
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	24,80	28,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	2,00	1,70
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	26,50	26,90

Disponibilità f./ fatturato netto	5,28	4,89	5,94	6,36	5,32	4,81	5,55	6,30	7,61	8,65
PFN/ fatturato netto	-28,52	-30,58	-37,22	-35,26	-34,69	-31,34	-29,85	-26,18	-23,07	-23,74

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Il settore del legno-arredo vale circa 40 miliardi di euro in Italia. È un comparto in mano per il 30% a cinque grandi gruppi: Ikea, Mondo convenienza, Mercatone Uno, Conforama e Poltrone Sofa.

Il restante 70% è suddiviso in migliaia di PMI.⁸⁶ Il modello tradizionale di vendita tramite showroom sembra tramontare, visto il decollo dell'e-commerce; inoltre i punti vendita tendono ad essere sempre più organizzati per stile e non per ambiente. Il consumatore sceglie non più solo in base alla convenienza, ma cercando un equilibrio tra prezzo, stile e qualità. Interessanti i dati sull'export: la vendita di arredamenti online, a livello europeo, vale 6 miliardi di euro (fonte: *Federlegno Arredo - Pambianco 2016*). In Italia circa 600 milioni di euro, con tassi di crescita annui superiori al 30%. Il fatturato in Italia è in crescita grazie anche agli incentivi statali, la lenta ripresa economica sta riaccendendo i consumi e quindi anche gli acquisti di mobili. Per quanto riguarda la struttura finanziaria indubbiamente le imprese stanno riducendo i debiti, con la PFN ad un valore minore di quello pre-crisi, e aumentando leggermente le disponibilità finanziarie.

2.3.20 Meccanico

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	96,20	-19,10	8,10	8,70	-1,80	-1,60	1,10	3,60	0,10
Fatturato all'estero	105,90	-17,70	7,80	13,60	1,70	0,30	2,60	2,60	-2,20
Fatturato in Italia	82,00	-21,10	8,60	1,20	-7,90	-5,30	-1,90	5,60	4,60
MOL	93,90	-	-	-	-	-	-	6,10	-0,30
MON	90,30	-	-	-	-	-	-	9,50	-1,10

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	10,60	10,50
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	23,60	23,20
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	8,00	7,90
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	33,50	33,80

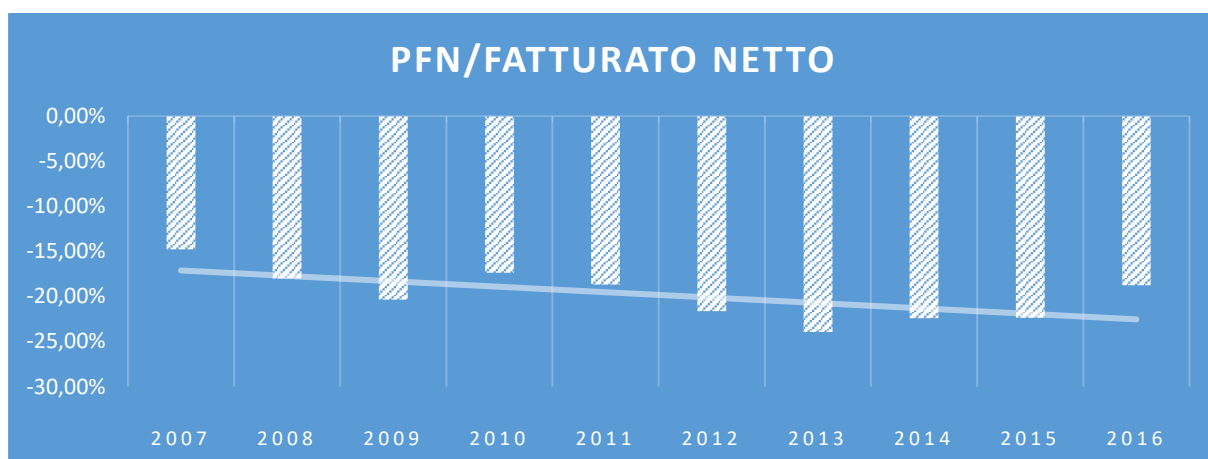
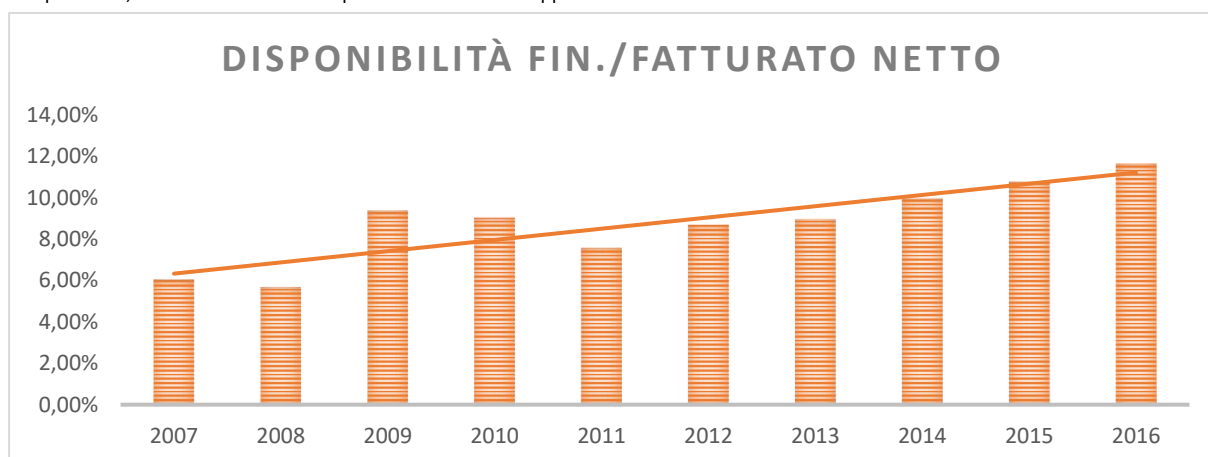
⁸⁶ Si veda: http://www.repubblica.it/economia/rapporti/osservazioni-italia/conad/2017/06/13/news/mobili_e_arredo_la_competizione_e_su_concept_e_multicanalita_168010041/.

Disponibilità f./ fatturato netto	6,06	5,69	9,39	9,03	7,58	8,69	8,95	9,97	10,18	11,65
PFN/ fatturato netto	-14,79	-18,02	-20,34	-17,36	-18,68	-21,63	-23,95	-22,42	-22,36	-18,78

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Questo comparto nel 2016 arriva a quasi 45 miliardi di fatturato complessivo, dando continuità ad una ripresa i cui segnali si rilevavano tra il 2014 e il 2015. La quota di export nel 2016 è stata del 58,8%, cifra leggermente inferiore rispetto all'anno precedente⁸⁷,

⁸⁷ Si veda: http://meccanica-plus.it/meccanica-produzione-2016-a-11-nei-dati-anima_85900/.

compensata da un consumo interno finalmente in crescita. Il ruolo che gioca l'industria 4.0 è fondamentale, perché funge da traino verso il rinnovamento dal ramo dell'offerta, ma stimola anche nuova domanda dai fruitori dei prodotti del settore. Dal punto di vista dei numeri tutto questo si traduce in un fatturato in crescita in Italia, un risultato economico ancora instabile, che ha portato le imprese complessivamente ad aumentare il loro indebitamento seppur abbiano anche trattenuto delle disponibilità finanziarie nel 2016 che sono quasi due volte quella del 2007, con un valore tendenzialmente superiore a settori visti in precedenza.

2.3.21 Metallurgico

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	74,90	-42,10	29,80	19,30	-6,60	-6,40	-0,20	-0,50	-3,80
Fatturato all'estero	85,30	-39,90	23,20	24,60	2,90	-8,10	3,50	-3,20	-2,50
Fatturato in Italia	68,40	-43,50	34,20	16,10	-12,80	-5,10	-3,00	1,80	-4,80
MOL	52,70	-	-	-	-	-	-	3,40	12,50
MON	35,50	-	-	-	-	-	-	6,30	21,30

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

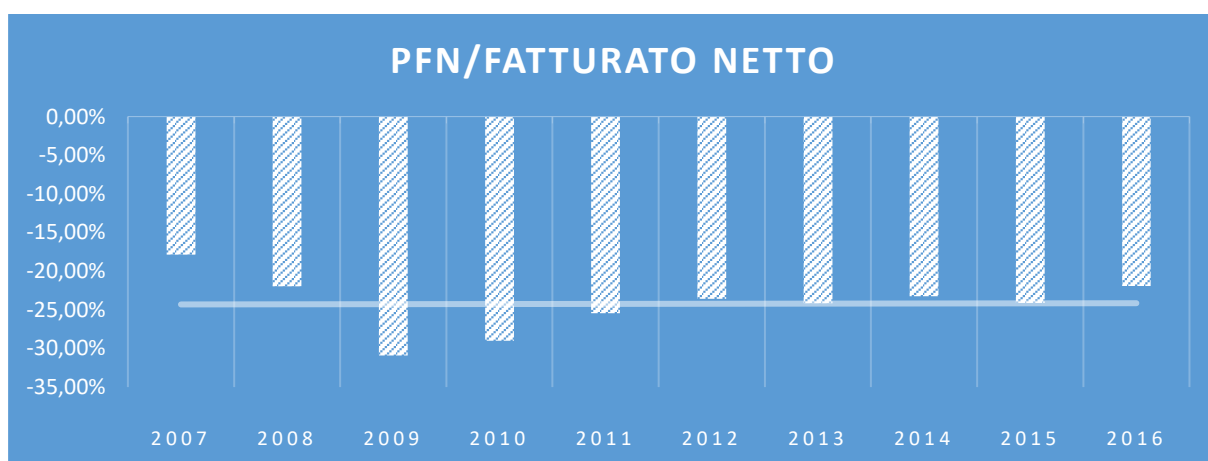
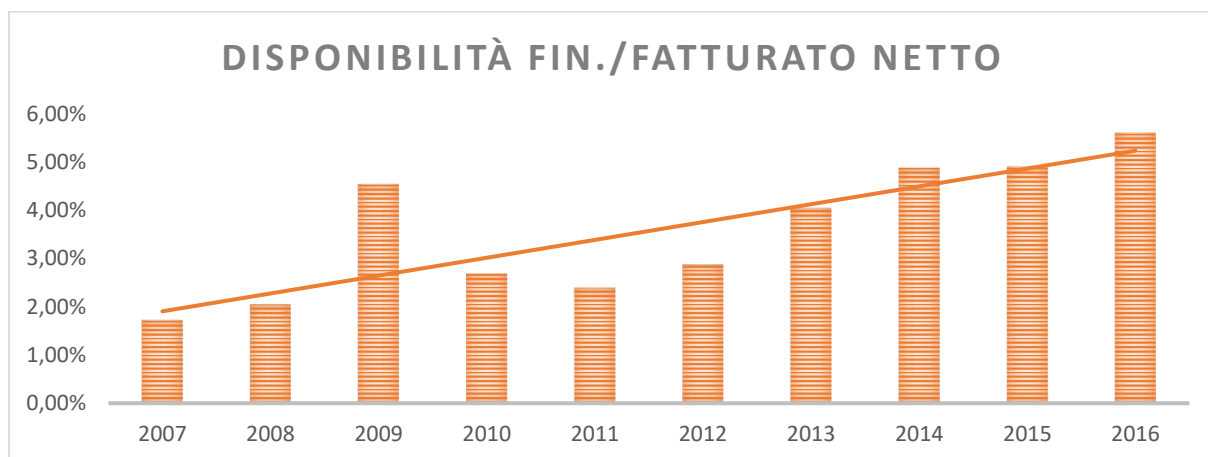
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	5,20	6,10
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	19,10	23,20
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	4,10	7,90
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	22,40	33,80
Disponibilità f./ fatturato netto	1,73	2,05	4,54	2,68	2,39	2,88	4,05	4,87	4,90	5,60
PFN/ fatturato netto	-17,87	-21,95	-30,90	-28,99	-25,46	-23,60	-24,17	-23,26	-24,13	-21,91

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Nel 2015 questo settore ha segnato un fatturato di 43,4 miliardi di euro e un margine operativo lordo di 2,9 miliardi di euro⁸⁸. Questi numeri testimoniano il ruolo del settore in termini strategici, occupazionali (si contano circa 3759 aziende operative) e per questo costituisce una risorsa importante per l'Italia. La produttività di questo mercato è determinata anche dalla capacità di innovarsi attraverso la ricerca: dallo studio di nuove tipologie di acciaio di elevata qualità all'adozione di nuove tecnologie. L'andamento complessivo del settore è indissolubilmente legato ai comparti con cui collabora, i quali costituiscono la domanda per il metallurgico, ovvero l'industria automobilistica, dei mezzi di trasporto, e quella degli elettrodomestici: perciò se questi calano, anche la metallurgia

⁸⁸ Si veda: <https://www.bancafisisimpresa.it/blog/news/settore-metallurgico-dati-andamento-sul-mercato/>.

soffre. A fronte di fatturati incostanti e distanti dalla situazione pre-crisi, si è efficientata la produzione, come evidenziano i parametri economici e il ROI che continua la sua ripresa. Interessante notare che a livello di struttura finanziaria il settore cerchi di attestare la PFN intorno al 20% del fatturato netto, con delle disponibilità finanziarie in aumento ma sempre a livelli in assoluto bassi, come si evince dal massimo raggiunto nel 2016 appena vicino al 6%.

2.3.22 Pelli e Cuoio

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	134,20	-11,10	16,80	18,70	3,80	5,00	3,30	-0,10	-3,30
Fatturato all'estero	150,40	-12,80	18,70	24,50	7,60	8,60	4,00	0,70	-4,50
Fatturato in Italia	108,10	-8,30	13,80	9,60	-3,10	-2,20	1,90	-1,80	-0,30
MOL	162,70	-	-	-	-	-	-	-2,80	-9,20
MON	170,20	-	-	-	-	-	-	4,20	-11,80

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

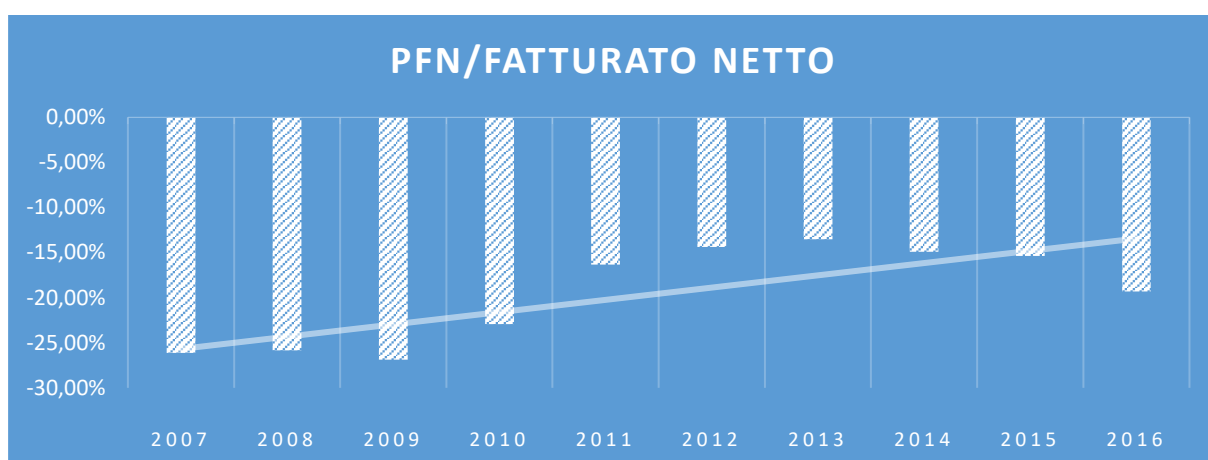
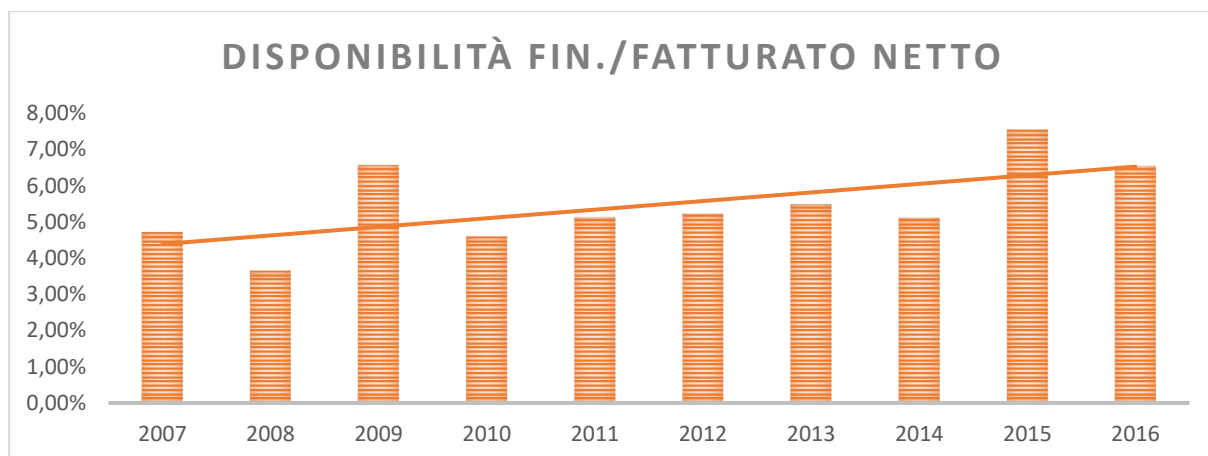
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	19,10	15,80
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	49,80	45,20
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	6,90	6,22
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	33,70	30,70
Disponibilità f./ fatturato netto	4,72	3,65	6,57	4,60	5,13	5,23	5,50	5,11	7,55	6,54
PFN/ fatturato netto	-26,13	-25,85	-26,86	-22,93	-16,34	-14,39	-13,54	-14,91	-15,37	-19,32

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Nel 2016 il fatturato dell'industria, composta da circa 1200 aziende e 17000 addetti, è calato del 2% in volume e del 4% in valore, con una produzione di 120 milioni di metri quadri di pelle dal valore di 5 miliardi di euro⁸⁹. Le esportazioni ammontano al 76% della produzione, ma con molte differenze a seconda del mercato di riferimento (gli USA segnano un +11%, mentre la Cina -14%), e della qualità del prodotto (le fasce più pregiate chiudono l'anno positivamente, quelle medie negativamente). In crescita anche la piccola pelletteria degli accessori dell'abbigliamento, il tessuto puro a monte, e anche la pelle destinata ai sedili delle automobili di lusso. L'andamento altalenante dell'intero settore soffre l'altrettanto discostante trend della domanda, oltre ad un prezzo delle materie prime in crescita. Nel complesso si conferma uno dei settori più interessanti per l'Italia, e

⁸⁹ Si veda: <http://www.ilsole24ore.com/art/moda/2017-02-20/concia-ripresa-pelli-pregiate--180740.shtml?uuid=AE1InjZ>.

dove la sapiente lavorazione frutto di tradizioni artigianali tramandate nel tempo, gioca ancora la sua parte efficacemente. Il fatturato, seppur in leggero calo, è ben al di sopra del livello pre-crisi, soprattutto spinto dai beni di lusso che non hanno mai patito alcuna crisi e che, al contrario, hanno aumentato il loro giro d'affari visto l'aumento della forbice tra le classi più ricche e quelle più povere. I numeri confermano la redditività del settore, con un tentativo di assestare la struttura finanziaria con una PFN intorno al 20% del fatturato netto.

2.3.23 Petrolio e Combustibili

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	57,80	-31,60	17,90	22,90	8,70	-7,60	-9,40	-20,20	-19,50
Fatturato all'estero	84,00	-25,60	24,70	47,40	12,60	-2,10	-3,40	-24,30	-23,90
Fatturato in Italia	51,20	-33,20	15,90	15,40	7,10	-9,90	-12,10	-18,20	-17,50
MOL	17,60	-	-	-	-	-	-	(**)	>200
MON	(***)	-	-	-	-	-	-	(*)	(*)

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

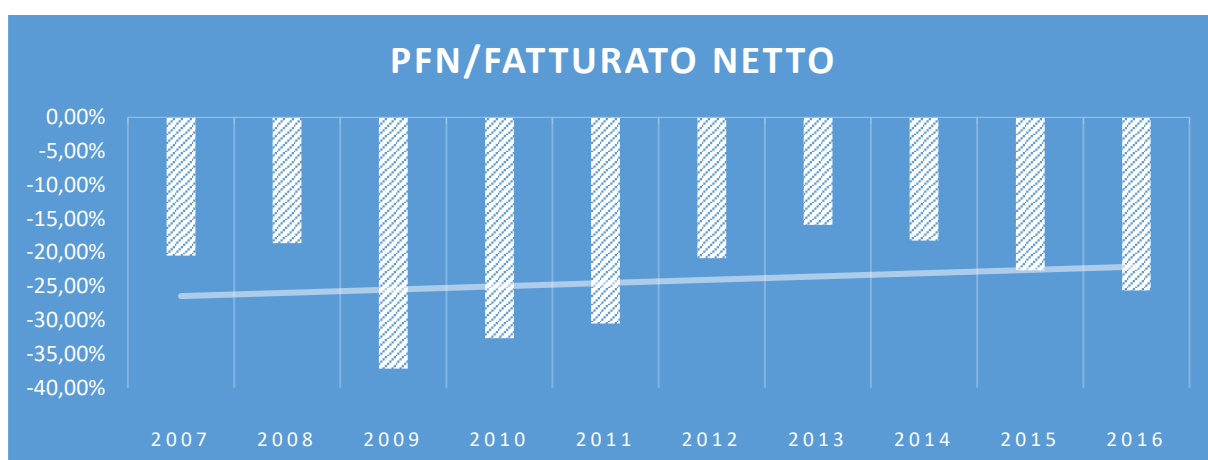
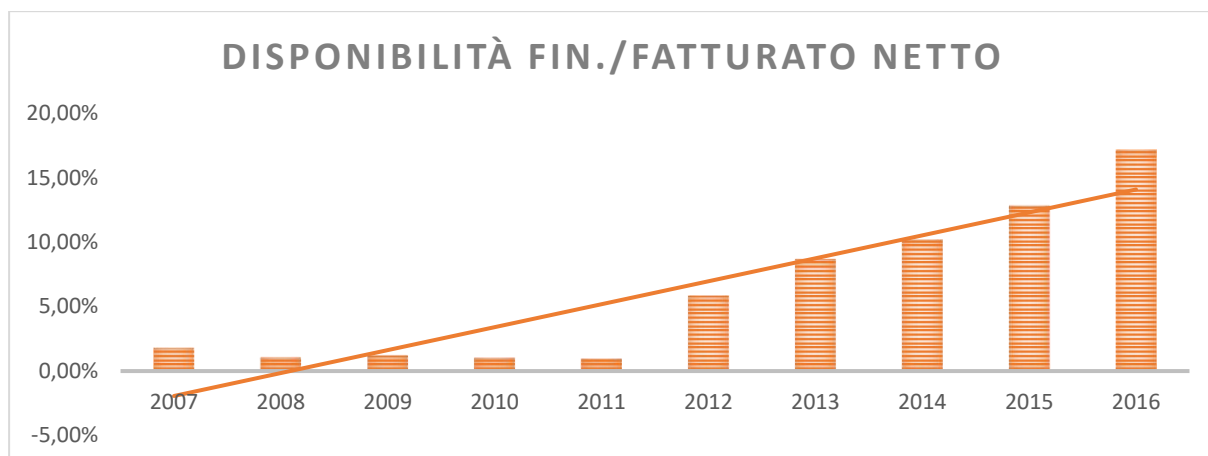
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	12,20	8,30
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	...	...
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	...	...
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	...	...
Disponibilità f./ fatturato netto	1,80	1,06	1,19	1,04	0,95	5,85	8,67	10,21	12,84	17,19
PFN/ fatturato netto	-20,45	-18,62	-37,15	-32,66	-30,47	-20,82	-15,93	-18,23	-22,63	-25,62

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Lungo il 2016 i mercati petroliferi internazionali hanno evidenziato un andamento altalenante che ha tuttavia inciso positivamente sui costi di approvvigionamento delle materie prime necessarie a soddisfare la domanda di energia domestica. “ Il prezzo del petrolio (Brent Dated), pur passando dai 26 dollari/barile (doll./bbl) di gennaio ai 53 di dicembre (+103%), in media annua si è infatti attestato a 44 doll./bbl, un valore inferiore del 18% rispetto al 2015 e del 60% rispetto al 2014”⁹⁰. Il mercato non ha evidenziato particolari novità e il petrolio soddisfa circa il 36% del fabbisogno energetico italiano; il gas pesa il 35,4% e cresce del 4% rispetto al 2015 (in netta controtendenza rispetto a tutte le altre fonti), mentre scendono le fonti rinnovabili attorno al 17% soprattutto per una diminuzione dell'idroelettrico. Interessante notare che l'importazione di energia elettrica

90

Si

veda:

<http://rienergia.staffettaonline.com/articolo/32733/Il+Preconsuntivo+petrolifero+UP:+il+petrolio+e+l'Italia+nel+2016/Marco+D%27Aloisi, op. citata.>

costi decisamente meno, come evidenzia il passaggio dai 35 miliardi di euro nel 2015 ai 24 miliardi del 2016. Consumi stagnanti non hanno favorito la raffinazione che si è stabilizzata in termini di produzione dopo un calo del 18% della produzione che dal 2010 ha fatto chiudere ben cinque raffinerie. Tema spinoso è la competitività dei prodotti italiani sui mercati internazionali, che resta per molti versi senza una soluzione definitiva e che solo recentemente sembra aver attenzionato almeno in parte la Commissione europea la quale, in una nota ufficiale, ha asserito il carattere strategico della raffinazione e la volontà di convocare a febbraio 2017 una nuova riunione del *Refining Forum*. “L’obiettivo è monitorare la situazione in vista delle prossime scadenze normative (ETS, IMO, IED, BIOFUEL) che avranno un ruolo decisivo nel disegnare il futuro dell’industria della raffinazione europea e quindi italiana.”⁹¹ La debolezza strutturale del settore, mai stato particolarmente performante in Italia a causa della scarsità di materie prime sul territorio, di concerto con una posizione ininfluyente a livello internazionale, ha portato al pesante calo del fatturato negli ultimi anni sia in Italia che all’estero, con una redditività non particolarmente elevata e un ROI che scende sotto la soglia del 10%. Il legame tra le prestazioni del settore e la geopolitica internazionale comporta un forte aumento del rischio operativo, parzialmente compensato dal tentativo di tenere la PFN intorno al 20% dopo il picco di quasi 40% nel 2009, e dal vero e proprio decollo delle disponibilità finanziarie, passate da meno dell’1% al 17% in pochi anni.

2.3.24 Prodotti per l’edilizia

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	60,80	-18,90	-7,40	-	-9,60	-5,60	-5,90	-1,00	1,80
Fatturato all'estero	101,20	-20,90	2,20	7,00	6,50	3,60	1,70	2,50	1,80
Fatturato in Italia	49,50	-18,30	-10,00	-2,20	-15,00	-9,50	-9,50	-2,90	1,70
MOL	27,30	-	-	-	-	-	-	15,00	3,10
MON	1,10	-	-	-	-	-	-	(*)	(**)

° base 2008=100

⁹¹ Si veda nota 85, op. citata.

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

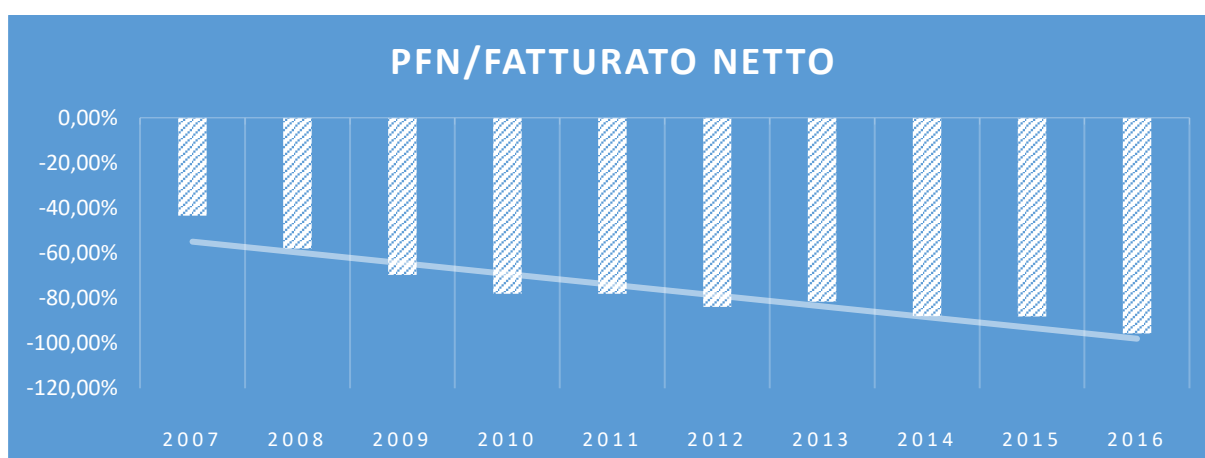
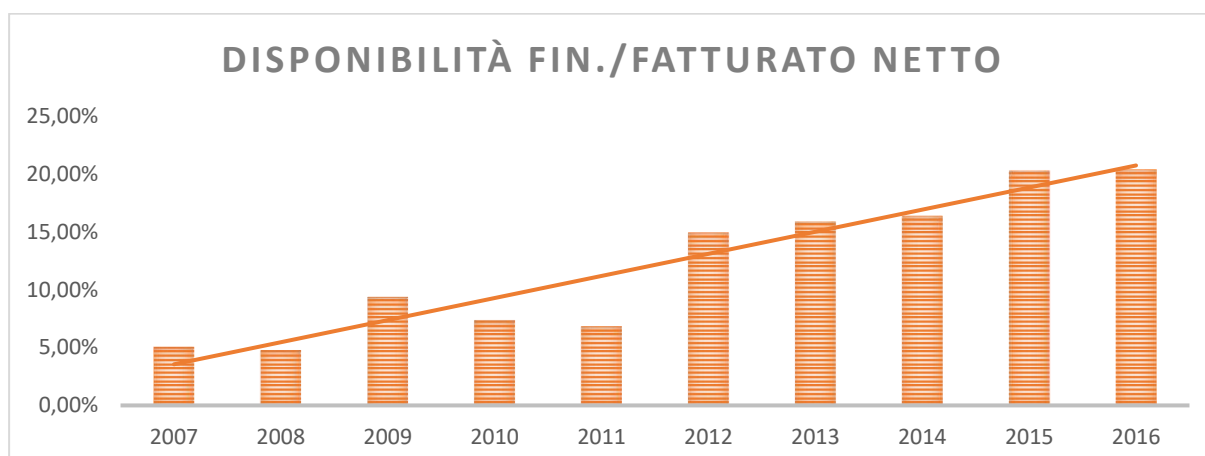
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	2,40	2,10
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,30	0,60
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	23,10	19,60
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	10,50	10,40
Disponibilità f./ fatturato netto	5,08	4,79	9,39	7,40	6,83	14,92	15,90	16,36	20,30	20,38
PFN/ fatturato netto	-43,37	-58,09	-69,69	-78,08	-78,06	-83,92	-81,64	-88,02	-88,12	-95,66

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Questo settore continua la sua discesa da ormai una decina d'anni con pochi segnali di ripresa. Naturalmente è assai correlato con il settore edile, e finché questo non ripartirà in maniera strutturata e diffusa difficilmente permetterà ai rivenditori e produttori di materiali per l'edilizia di rialzare la testa. Rivolgendo lo sguardo ai sottosectori in miglior condizione, si può notare il passo in avanti del comparto ceramiche, soprattutto per quanto concerne le piastrelle: 5,4 miliardi di euro il valore creato nel 2016 (+5,9% rispetto al 2015), di cui 4,6 miliardi derivanti dall'estero (+6,3% rispetto al 2015) e 855,6 milioni dal mercato interno (+8% rispetto al 2015)⁹². Per quanto riguarda il sottosectore delle resine stireniche, invece, il polistirene compatto ha chiuso l'anno con un incremento del 2%, mentre il consumo del polistirene espanso (EPS) ha subito un calo (-1,7%) causato dalla debolezza del settore costruzioni⁹³. Invece la crisi continua a mietere vittime nella filiera del cemento, con un -11,4% nel 2014, -10,1% nel 2015; complessivamente tra il 2006 e il 2016 si è registrata una perdita del 70%. In questa filiera fanno parte i produttori di calcestruzzo preconfezionato, di prefabbricati in calcestruzzo, di additivi, e i produttori di malte premiscelate e di applicazioni di calcestruzzo⁹⁴. La difficile situazione complessiva è testimoniata dai numeri: fatturato in ripresa ma distante dai livelli pre-crisi, margini operativi lordi e netti bassi, ROI quasi insignificante, aumento del debito per sopravvivere oltre ad una forte dose di disponibilità finanziarie probabilmente per garantirsi più flessibilità visto l'andamento incerto del settore.

2.3.25 Servizi di pubblica utilità

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	127,70	1,00	5,30	3,60	-1,90	6,20	3,10	3,90	3,90
Fatturato all'estero	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fatturato in Italia	127,70	1,00	5,30	3,60	-1,90	6,20	3,10	3,90	3,90
MOL	143,40	-	-	-	-	-	-	11,60	5,30
MON	139,60	-	-	-	-	-	-	17,80	5,40

⁹² Si veda: <http://www.confindustriaceramica.it/site/home/news/articolo8608.html>.

⁹³ Si veda: <https://www.polimerica.it/articolo.asp?id=16077>.

⁹⁴ Si veda: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-10-05/cemento-dieci-anni-caduta-161917.shtml?uuid=AEXbUXfC>.

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

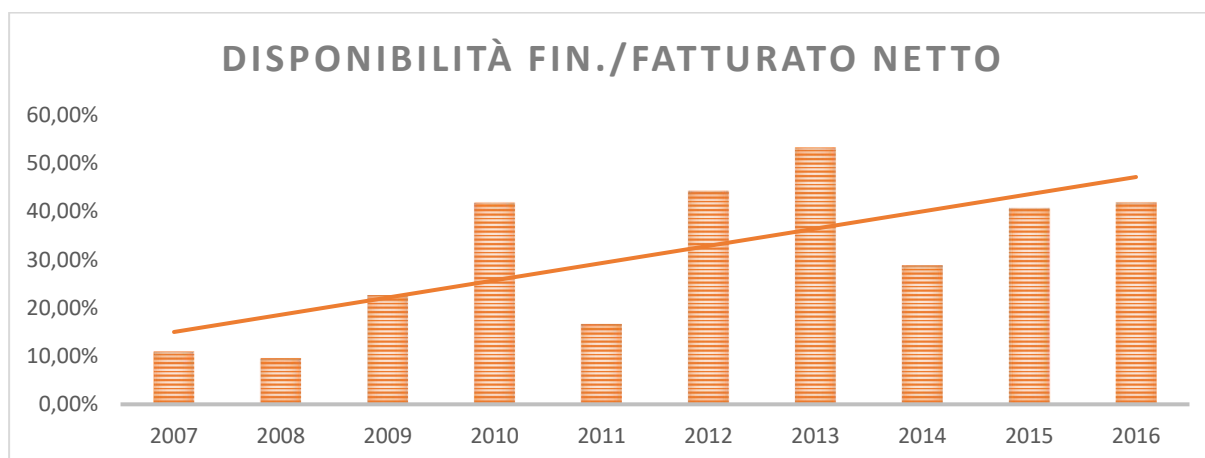
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

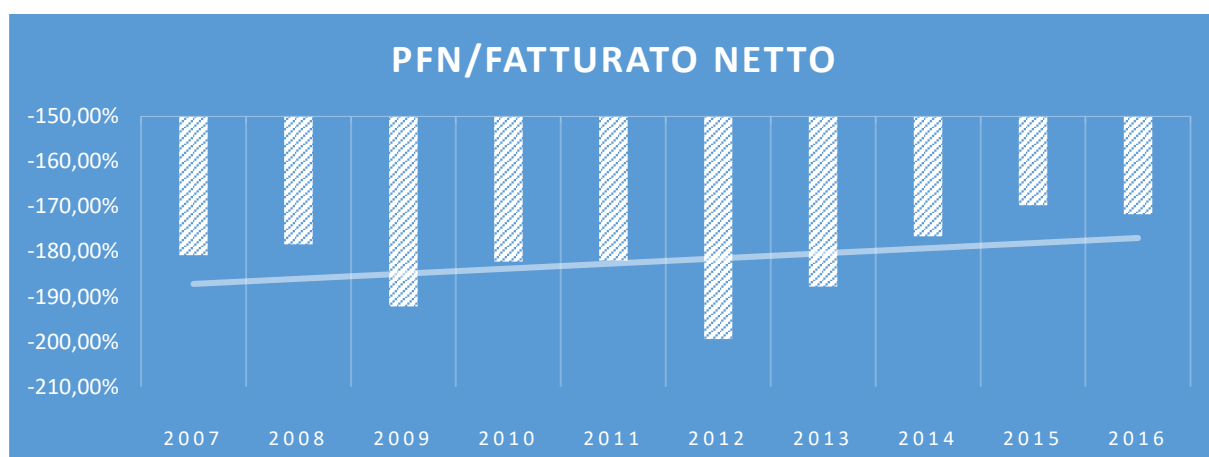
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	9,90	9,80
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	46,70	47,30
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	8,40	6,90
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	18,00	18,10
Disponibilità f./Fatturato netto	10,96	9,58	22,64	41,80	16,64	44,24	53,22	28,80	40,69	41,89
PFN/ fatturato netto	180,80	178,40	192,18	182,21	181,96	199,39	187,77	176,57	169,70	171,69

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Le 100 top utility del settore dell'energia, del gas, del servizio idrico integrato e della raccolta dei rifiuti urbani hanno generato nel 2016 115 miliardi di euro di ricavi, equivalente al 6,9% del PIL, con un incremento dell'1,2% rispetto al 2015⁹⁵. Interessante per capire la struttura del settore è sapere che il 66% delle aziende è interamente pubblico, il 20% è di società miste, il 9% è di aziende quotate, il 5% restante è di privati. In generale sono cresciuti in fatturato tutti i comparti (gas, rifiuti, sistemi idrici), ad esclusione di quello energetico con un piccolo calo del 0,4%. Sono proprio le imprese elettriche ad avere una situazione debitoria pesante, penalizzate dal calo dei prezzi e della domanda degli ultimi anni. In particolare, alcune hanno risentito di pesanti investimenti rivelatisi non remunerativi in un mercato calante. Detto questo il settore complessivamente sta incrementando i propri risultati economici, i fatturati, con le disponibilità finanziarie che sono passate da circa il 10% al 40% tra il 2007 e il 2016, e un debito che si sta cercando piano piano di diminuire, seppur la PFN ammonti a circa -170% nel 2016.

2.3.26 Stampa ed Editoria

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	58,00	-13,50	-1,40	-2,60	-9,60	-11,40	-4,30	-4,30	-4,80

⁹⁵ Si veda: <http://www.toputility.it/wp-content/uploads/2018/01/Sintesi-dei-risultati-Top-Utility-VI-ED-stamp.pdf>.

Fatturato all'estero	57,00	-17,60	-8,50	5,30	-1,30	-20,40	1,30	-1,40	-8,40
Fatturato in Italia	58,10	-13,20	-0,90	-3,10	-10,20	-10,60	-4,70	-4,60	-4,50
MOL	22,80	-	-	-	-	-	-	2,40	-11,10
MON	0,30	-	-	-	-	-	-	11,30	-91,40

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

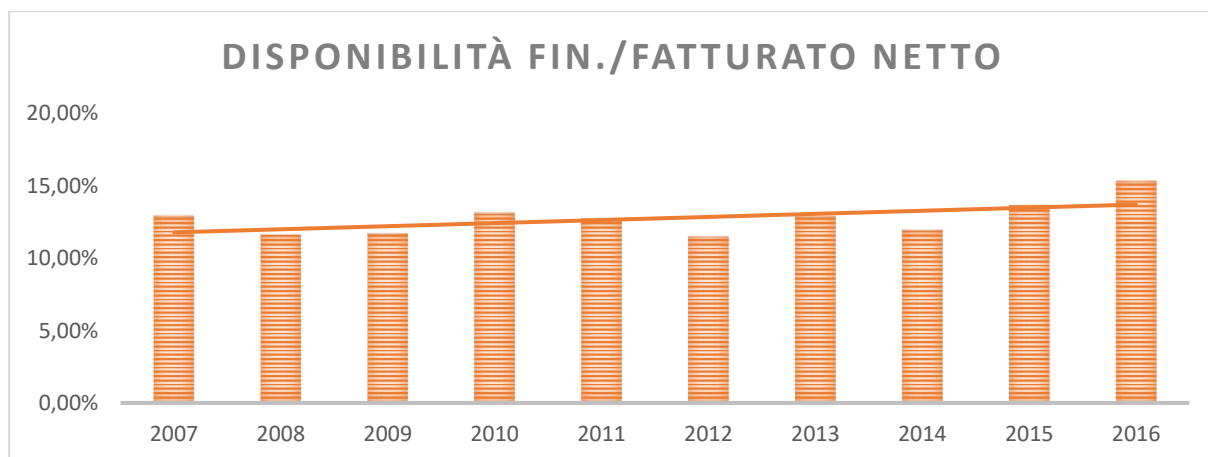
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

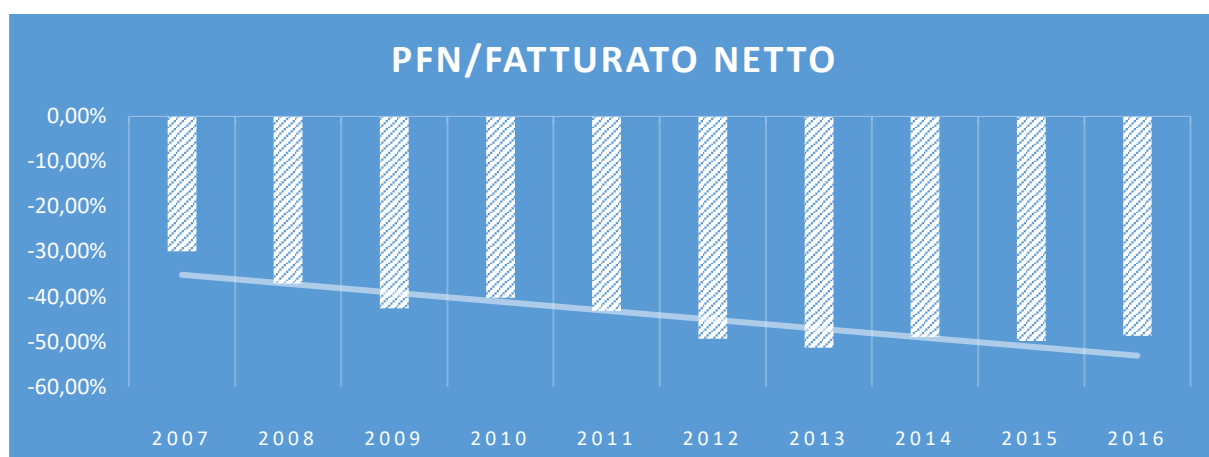
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	2,10	3,00
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	1,50	0,10
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	8,10	14,20
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	22,10	21,00
Disponibilità f./ fatturato netto	12,93	11,61	11,71	13,13	12,72	11,48	12,90	11,95	13,65	15,33
PFN/ fatturato netto	-29,94	-37,11	-42,57	-40,23	-43,15	-49,32	-51,28	-48,96	-49,81	-48,69

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Da anni ormai la stampa e l'editoria subiscono un declino strutturale: basti pensare che dal 2011 al 2016 le copie cartacee dei quotidiani sono calate del 43%.⁹⁶ Calano i ricavi su tutti i mercati, con una riduzione degli introiti pubblicitari superiori al 6%; gli editori faticano a valorizzare il prodotto tradizionale nel mondo digitale: se le copie digitali costituiscono il 12% delle vendite, ebbene queste rappresentano solo il 6% dei ricavi. Il settore della stampa quotidiana e periodica è poi interessato da fenomeni di consolidamento, se si pensa all'acquisizione da parte della Cairo communication del controllo di RCS mediagroup, e del Gruppo Editoriale L'Espresso di Itedi. I difficili risultati economici si specchiano con un'esposizione debitoria in crescendo e un fatturato in calando. Sembra evidente la necessità di una rivoluzione del prodotto tradizionale visto il calo delle vendite e la distruzione del valore operata dalla tecnologia.

2.3.27 Telecomunicazioni

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	75,90	-2,90	-2,20	-2,90	-2,40	-8,20	-7,50	-1,50	0,80
Fatturato all'estero	74,00	-7,80	3,00	-5,80	-5,80	-13,30	-1,60	4,50	-1,50
Fatturato in Italia	76,00	-2,70	-2,40	-2,70	-2,30	-8,00	-7,80	-1,80	1,00
MOL	67,30	-	-	-	-	-	-	-15,80	13,60

⁹⁶

Si

veda:

<https://www.agcom.it/documents/10179/8078012/Sintesi+Relazione+Annuale+2017.pdf/69ddc8b9-e975-4106-a940-0f857279f851>.

MON	52,50	-	-	-	-	-	-	-	-34,40	33,70
------------	-------	---	---	---	---	---	---	---	--------	-------

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

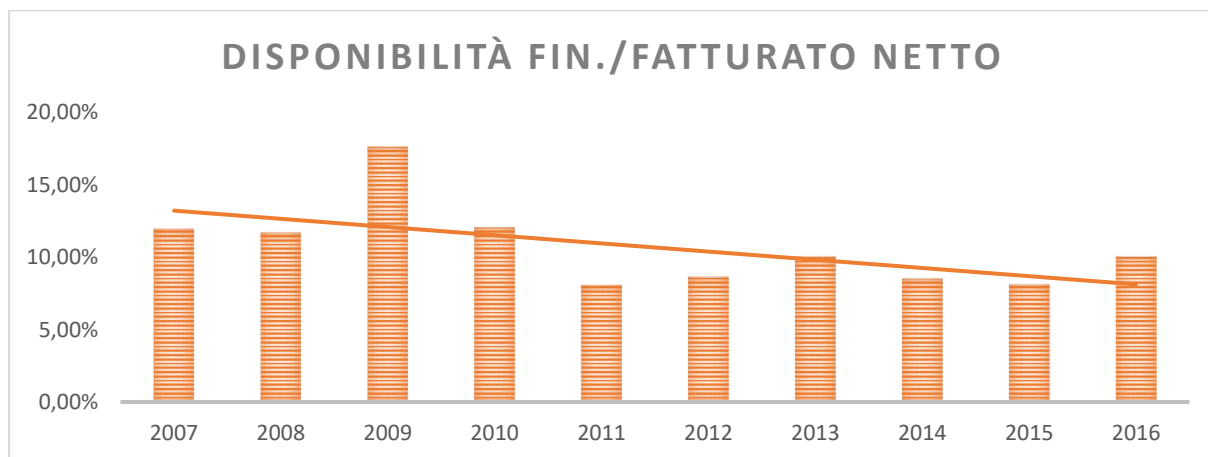
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

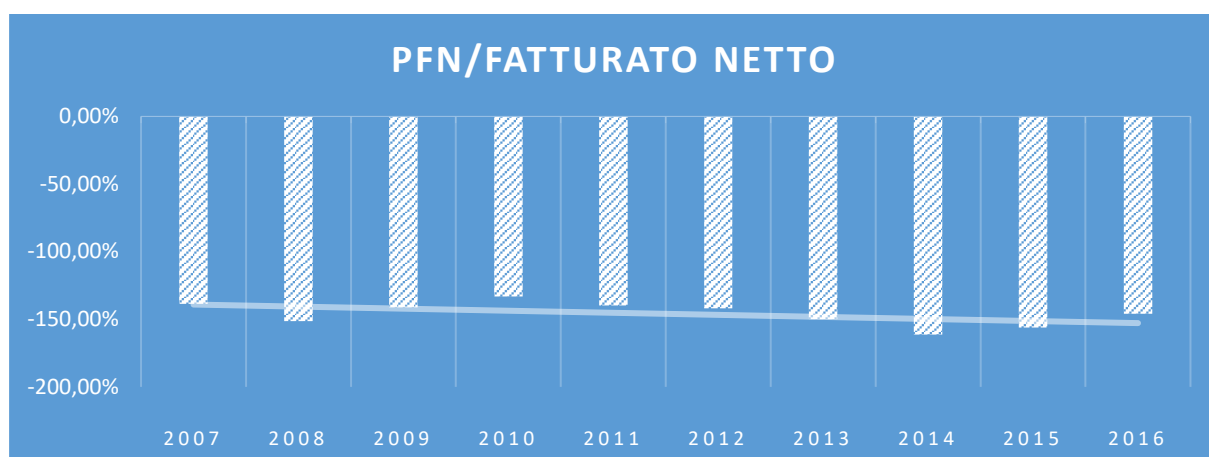
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,20	5,90
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	23,90	30,20
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	16,30	1,60
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	17,90	18,50
Disponibilità f./fatturato netto	11,95	11,69	17,63	12,05	8,07	8,64	10,02	8,52	8,12	10,02
PFN/ fatturato netto	138,69	151,34	141,34	133,24	139,86	142,01	149,94	161,37	156,22	145,90

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Dopo dieci anni di contrazione, nel 2016 il settore telecomunicazioni torna a crescere. In particolare la spesa delle famiglie torna a salire di circa l'1%, con un forte cambiamento sul dettaglio della domanda: i servizi voce sono in drastico calo (-7,6% dal 2015), ma crescono quelli sui dati internet (+5,6%), superando per la prima volta nella storia proprio i ricavi sui servizi voce.⁹⁷ Questo fenomeno è in rapida ascesa anche per l'accelerazione della diffusione della banda larga, e sarà interessante vedere l'effetto che avrà l'ingresso di Enel col servizio Open Fiber. L'aumento del consumo dati da mobile (+46% rispetto al 2015) fa cambiare le politiche dei grandi gestori di rete, e ha portato alla fusione di Wind e Tre, oltre alla nascita di compagnie low cost come Iliad. Gli investimenti sulle infrastrutture per la rete fissa aumentano del 6%, mentre quelle per reti mobili decrescono del 20,6%, grazie alla ormai completa copertura delle reti 4G imbastita già da qualche anno. Il settore è quindi in rapido cambiamento dovuto all'accelerazione impressa dalla tecnologia, che sta facendo mutare le esigenze dei consumatori e necessariamente l'offerta delle compagnie. L'incombenza del cambiamento e il suo peso in termini di investimenti rende più difficoltoso migliorare la PFN (che viaggia intorno al 150%) e rende ancora più marginale il valore delle disponibilità finanziarie attorno al 10% del fatturato netto.

97

Si

veda:

<https://www.agcom.it/documents/10179/8078012/Sintesi+Relazione+Annuale+2017.pdf/69ddc8b9-e975-4106-a940-0f857279f851>.

2.3.28 Tessile

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	104,10	-20,40	12,40	10,30	-1,00	-0,20	4,00	2,50	0,20
Fatturato all'estero	117,50	-22,30	14,00	12,50	5,30	-1,10	7,80	3,70	1,40
Fatturato in Italia	87,10	-18,00	10,40	7,50	-9,20	1,20	-1,60	0,70	-1,80
MOL	94,10	-	-	-	-	-	-	10,10	8,10
MON	106,80	-	-	-	-	-	-	14,30	13,10

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

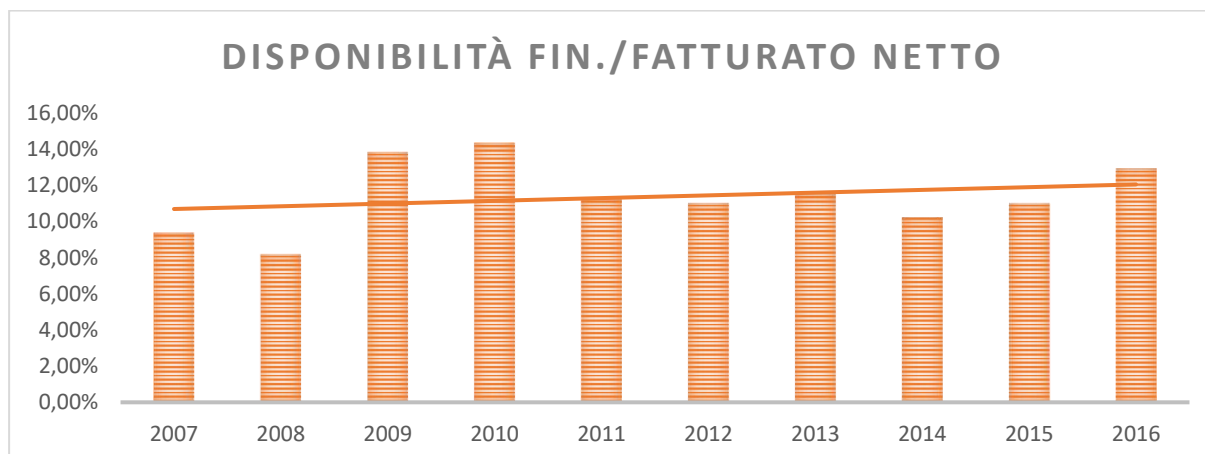
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

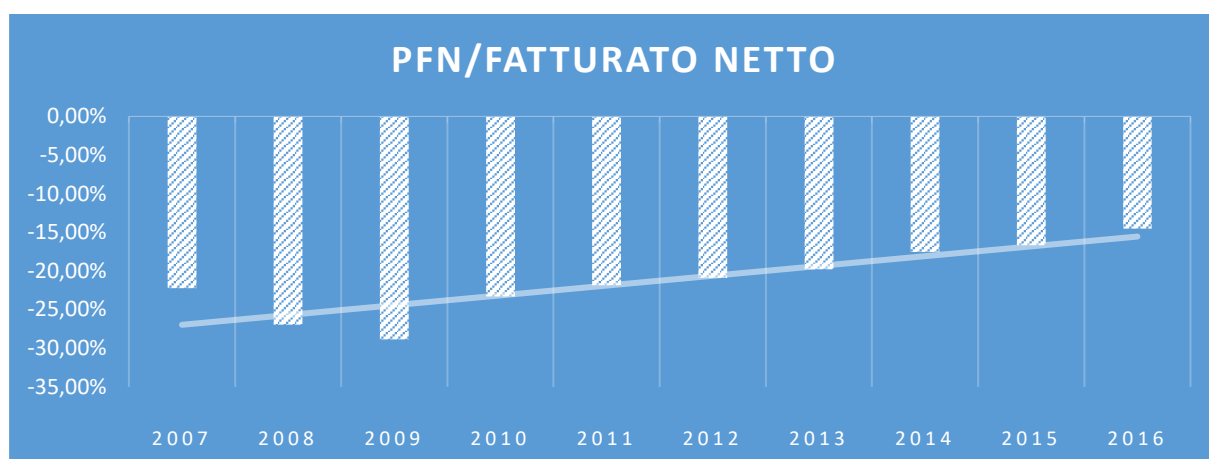
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	7,60	8,90
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	21,80	23,70
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	2,60	4,50
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	31,10	31,50
Disponibilità f./ fatturato netto	9,38	8,17	13,82	14,33	11,26	11,00	11,52	10,22	10,99	12,91
PFN/ fatturato netto	-22,22	-26,94	-28,86	-23,30	-21,85	-20,90	-19,77	-17,55	-16,69	-14,51

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice





Il settore paga una domanda altalenante sul mercato: basti pensare che nel 2016 nei primi due trimestri c'è una crescita del fatturato in Italia pari a 2,2% e poi 1,2% nei primi due trimestri, e poi due cali che portano il risultato complessivo in negativo.⁹⁸ Dinamica simile anche per l'export, positivo nel primo trimestre e poi in calo, pur terminando positivamente nel complesso. Guardando la seconda tabella si nota il miglioramento della PFN e contemporaneamente un livello di disponibilità finanziarie in leggera crescita, attestato attorno al 13%, quindi poco differente dalla PFN.

2.3.29 Trasporti

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	115,10	-6,20	11,10	5,60	1,60	1,30	1,70	1,50	-1,60
Fatturato all'estero	97,50	-27,60	43,30	-0,10	8,40	-6,60	11,40	-5,70	-11,50
Fatturato in Italia	118,20	-2,40	7,00	6,60	0,50	2,70	0,20	2,80	-
MOL	316,60	-	-	-	-	-	-	5,50	10,50
MON	(**)	-	-	-	-	-	-	5,20	18,60

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

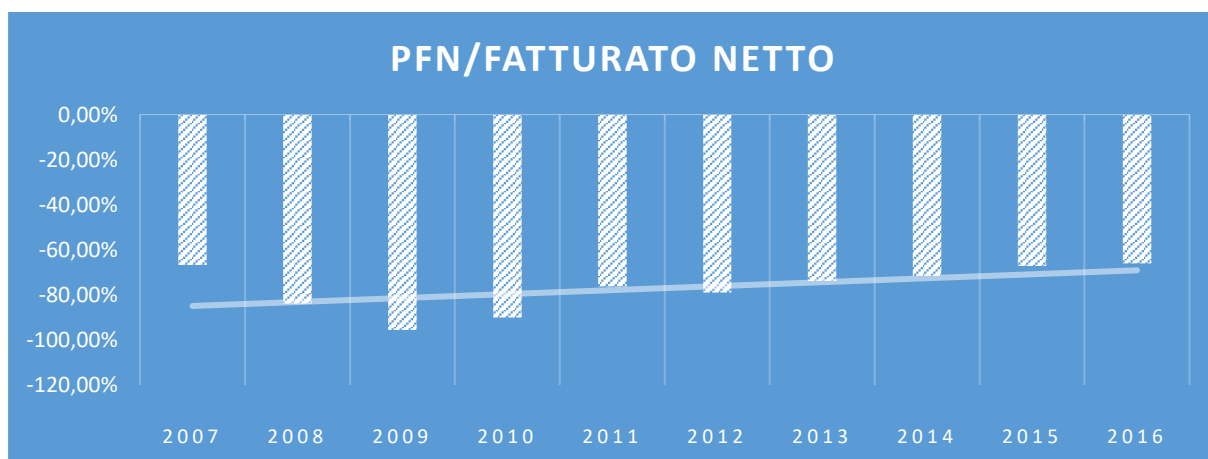
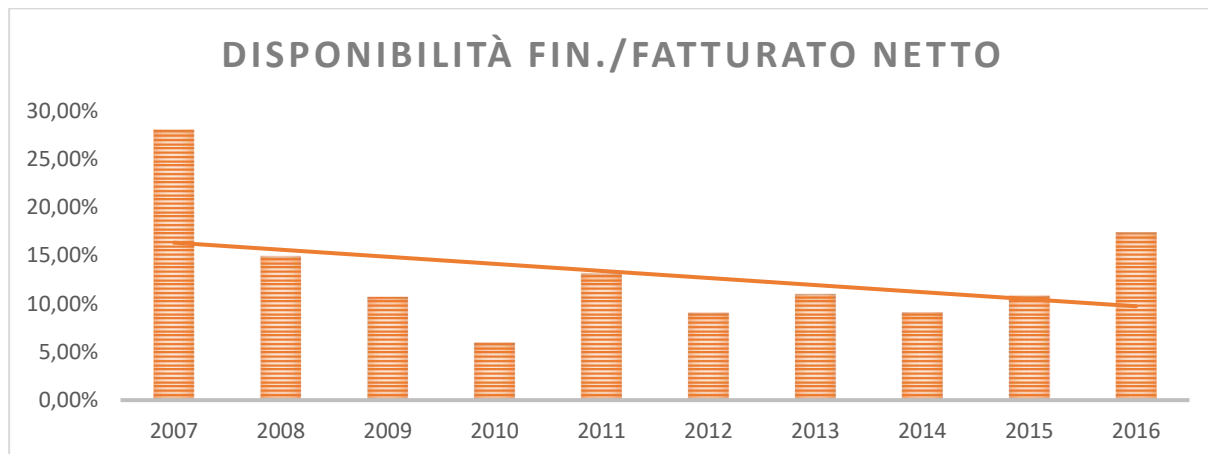
⁹⁸ Si veda: http://www.sistemamodaitalia.com/it/area-associati/centro-studi/item/download/10419_7ffbd426ced635b41c7af2ee5137ea95.

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	2,10	2,40
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	13,30	15,10
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	2,00	2,20
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	13,70	13,90
Disponibilità f./ fatturato netto	27,97	14,91	10,70	6,00	13,18	9,09	11,01	9,13	10,84	17,37
PFN/ fatturato netto	-66,75	-83,94	-95,65	-89,97	-76,32	-78,94	-73,82	-71,60	-67,14	-66,04

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Prosegue una lenta crescita del trasporto merci, come risulta dall'aumento del traffico su tutte le modalità, anche se l'aereo in misura decisamente superiore. I dati certificano la

crescita del traffico aereo del 7,4% nel primo semestre del 2016, quello stradale del 4,4%, quello ferroviario del 4,1% e quello corrieristico del 3,5% su scala nazionale e del 6,5% su quella internazionale. Se si parla di fatturato, "l'autotrasporto ha segnato +2,4% nel nazionale e +4,4% nell'internazionale; i corrieri nazionali +3,6% e gli express courier +6,8%; le spedizioni terrestri +0,1%, quelle aeree -3,3% e quelle marittime -2,4%"⁹⁹. La PFN risulta quindi in miglioramento dopo la crisi, mentre le disponibilità finanziarie sono molto scostanti.

2.3.30 Vetro

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	105,80	-12,80	9,00	8,70	0,40	-2,90	-0,90	2,60	3,40
Fatturato all'estero	114,10	-13,30	11,40	11,40	4,00	-0,70	-2,10	2,20	2,70
Fatturato in Italia	98,50	-12,30	6,80	6,30	-3,10	-5,10	0,30	2,90	4,20
MOL	103,70	-	-	-	-	-	-	7,20	22,90
MON	93,50	-	-	-	-	-	-	8,60	44,90

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

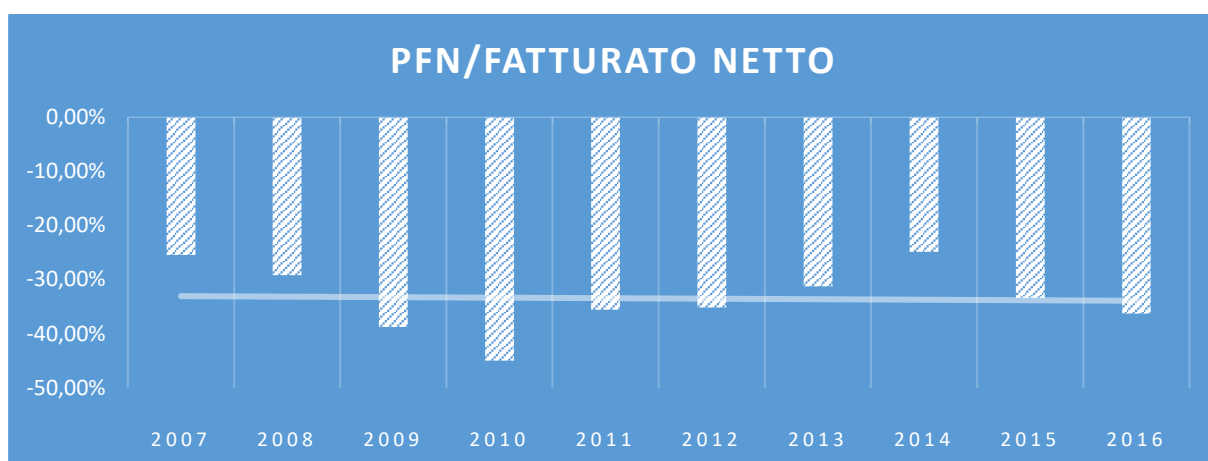
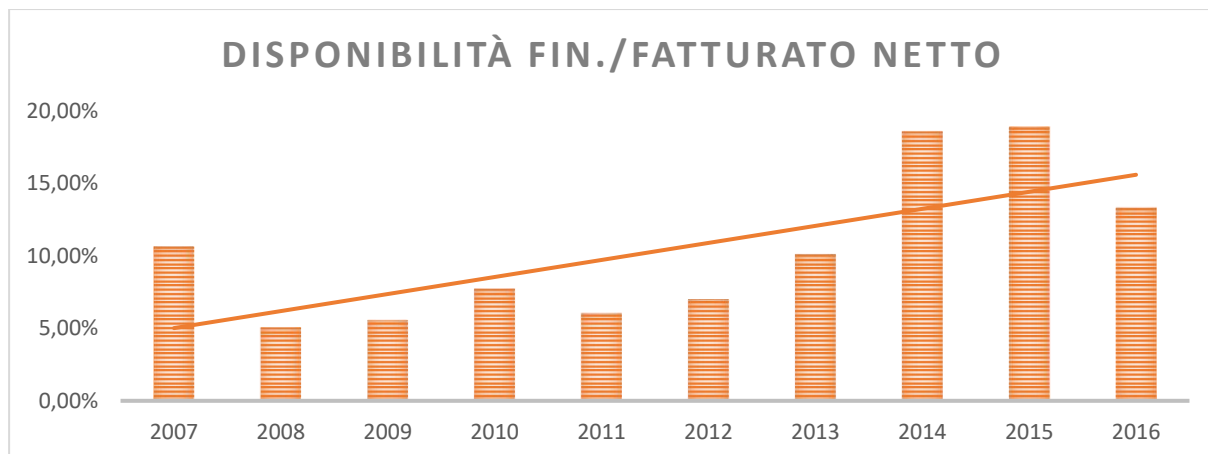
Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	11,80	9,30
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	17,50	22,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	24,20	6,10
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	28,30	32,10
Disponibilità f./ fatturato netto	10,68	5,07	5,59	7,76	6,06	7,01	10,13	18,60	18,93	13,35
PFN/ fatturato netto	-25,45	-29,23	-38,76	-45,00	-35,61	-35,15	-31,24	-24,88	-33,37	-36,31

⁹⁹ Si veda: <http://www.ediliziaeterritorio.ilsole24ore.com/art/ambiente-e-trasporti/2017-03-09/confetra-prosegue-lenta-ma-costante-ripresa-settore-trasporto-merci-173346.php?uuiid=AEed05k>, op. citata.

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

$ROI = (MON+PF)/CI$

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



“Stando alle più recenti elaborazioni sui dati Istat, l’industria del vetro in Italia occupa 4.130 imprese e quasi 40.000 persone, con un fatturato di oltre 6,3 miliardi di euro e un tasso di propensione all’export pari al 34,6%”¹⁰⁰ “Il settore è fortemente in surplus nella sua bilancia commerciale, con un saldo che alla fine del 2013 era pari a 749 milioni di euro, frutto di export per circa 2,2 miliardi di euro, e import per 1,45 miliardi”¹⁰¹ Per quanto riguarda l’esportazione storicamente l’area UE è la prima regione interessata col 60,8% delle esportazioni totali. In crescita sono i nuovi paesi UE, area NAFTA, Nord Africa

¹⁰⁰ Si veda: <https://www.egointernational.it/industria-del-vetro-situazione-attuale-e-tendenze-per-l-export.html>, op. citata.

¹⁰¹ Vedi nota 100, op. citata.

e Medio Oriente. Per ora, dunque, l'industria del vetro è molto polarizzata nell'area Euro e meno propensa ad uscire in lidi più lontani. Principale competitor è senz'altro la Cina, che con prezzi più bassi riesce da Pechino a soddisfare quasi il 25% della domanda internazionale. Tuttavia va detto che le esportazioni italiane si caratterizzano soprattutto per essere prodotti di lusso e non produzioni su larga scala come quelle cinesi. Forse proprio per questa originalità i risultati economici e di fatturato sono in crescita, sia in Italia che all'estero, seppur la posizione debitoria e in parte le disponibilità finanziarie non siano molto regolari e non evidenzino un trend molto chiaro.

2.3.31 Società diverse

Indici	2016(°)	2009-08	2010-09	2011-10	2012-11	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Fatturato totale	169,20	-1,40	8,80	9,20	10,60	5,50	6,30	9,30	6,50
Fatturato all'estero	169,20	-1,40	8,80	9,20	10,60	5,50	6,30	9,30	6,50
Fatturato in Italia	92,70	-5,70	1,20	-0,50	-3,70	-1,80	-1,70	3,30	1,50
MOL	119,80	-	-	-	-	-	-	13,60	0,70
MON	125,90	-	-	-	-	-	-	18,20	-0,10

° base 2008=100

(*) valore negativo in entrambi gli anni

(**) valore negativo nel primo anno, positivo nell'ultimo

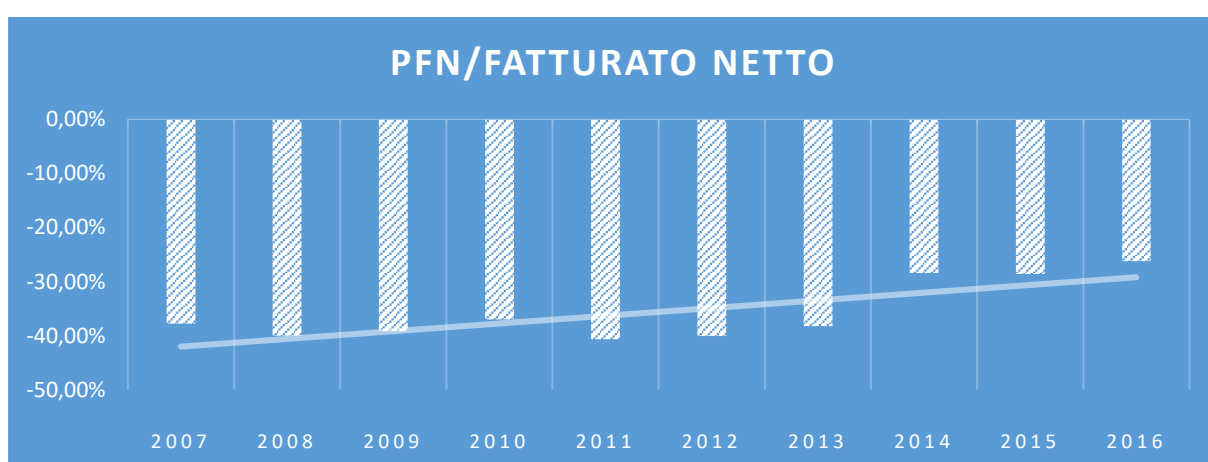
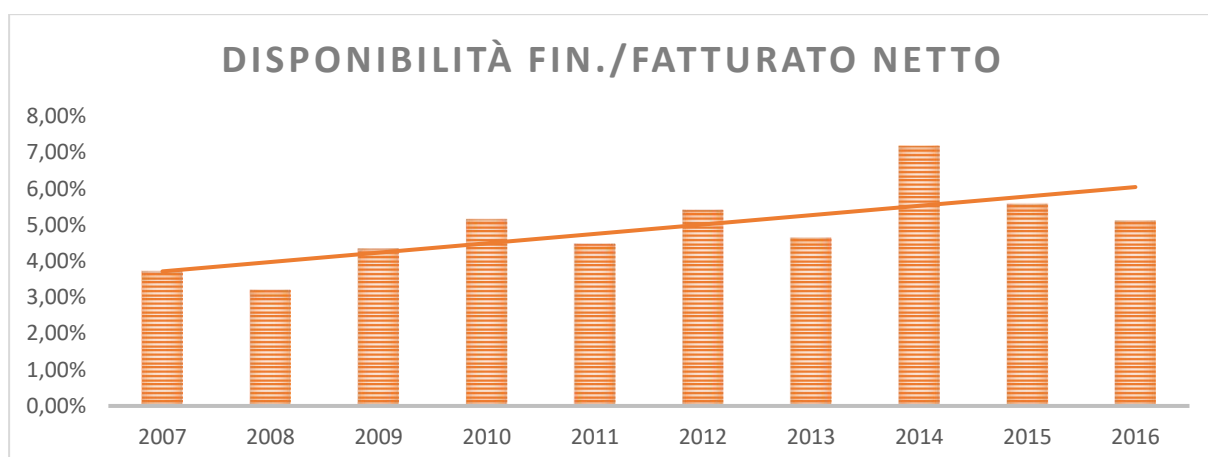
(***) valore positivo nel primo anno, negativo nell'ultimo

Indici	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	-	-	-	-	-	-	-	-	10,80	10,80
MON/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	30,30	29,80
PF/VA	-	-	-	-	-	-	-	-	7,30	7,10
VA/CI	-	-	-	-	-	-	-	-	28,70	29,20
Disponibilità f./ fatturato netto	3,72	3,20	4,34	5,16	4,47	5,41	4,64	7,18	5,58	5,11
PFN/ fatturato netto	-37,76	-40,03	-39,16	-37,00	-40,65	-40,04	-38,24	-28,39	-28,57	-26,19

VA= valore aggiunto; PF= posizione finanziaria; CI= capitale investito; PFN = posizione finanziaria netta

ROI= (MON+PF)/CI

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Questo settore comprende tutti gli ambiti della manifattura che non sono stati considerati finora. Essendo un aggregato molto variegato, risulta probabilmente meno interessante ed indicativo per trarre delle conclusioni utili all'analisi di questo elaborato. Ad ogni modo, è giusto constatare come la manifattura, uno degli ambiti maggiormente colpiti dalla crisi in Italia, si stia decisamente riprendendo con livelli di fatturato e di risultati economici ben al di sopra del livello pre-crisi. Inoltre, si denota il netto miglioramento della PFN, che si avvicina all'intorno ormai familiare del 20-25%.

2.4 Conclusioni caso Italiano

L'analisi del caso italiano è giunto al termine: è indubbio che la vastità dei dati e delle sfaccettature con cui si è tentato di affrontare questo lavoro renda arduo individuare, sintetizzare e motivare scientificamente dei trend. Tuttavia ci si prova, elencando per punti le conclusioni tratte dopo questa elaborazione:

- Innanzitutto salta agli occhi come, sia che si consideri l'analisi del Veneto svolta da Banca d'Italia sia che si consideri quella nazionale derivante dal centro studi di Mediobanca, ci sia un tentativo *a livello aggregato* da parte delle imprese italiane di *alleggerire la posizione debitoria e di potenziare le proprie disponibilità finanziarie*. In particolare, come evidenziano i grafici dei dati cumulativi visti in precedenza, la PFN sta migliorando a partire da un intorno del 40% del fatturato, mentre le disponibilità finanziarie crescono raggiungendo vette di circa 10% del fatturato.
- *Esiste una grande sproporzione a seconda di quale punto di vista si adotta nel catalogare le imprese*: se le si distingue a seconda dell'assetto proprietario (privato, pubblico, a controllo estero), a seconda che si parli di imprese manifatturiere di medie o medio-grandi dimensioni, ecc. ci sono trend e punti di partenza completamente diversi. Ad esempio, le società pubbliche hanno delle disponibilità finanziarie nel 2016 in rapporto al fatturato che sono quasi due volte quelle delle private (circa 20% contro il 10%), ma anche una PFN molto più appesantita dai debiti rispetto alle private (circa l'80% contro il 40%); questo risultato sicuramente è influenzato dal fatto che l'Italia rispetto ai colleghi europei ha un elevatissimo debito pubblico, il quale ha una relazione biunivoca con le imprese pubbliche (in parte il debito è creato dalle imprese e in parte il debito dello stato ricade sulle scelte manageriali interne alle aziende). Quelle a controllo estero hanno perfino un trend in negativo per quanto attiene alle disponibilità finanziarie, contrariamente alle private e alle pubbliche. Per le imprese manifatturiere, quelle di media dimensione hanno una PFN migliore di circa dieci punti percentuali rispetto a quelle medio-grandi.
- Calandosi nelle realtà settoriali, è interessante notare come tendenzialmente i settori con più alte disponibilità finanziarie su fatturato siano gli stessi che hanno performance meno brillanti e, in questi casi, perfino la PFN più negativa: si parla dell'energia e del gas, delle imprese di costruzione, dei prodotti per l'edilizia, dei servizi pubblici, della stampa ed editoria e dei trasporti. Questi settori non sono particolarmente floridi, ed alcuni stanno ancora peggiorando le loro

performance (si pensi alla stampa soprattutto) o faticano a riprendersi dopo la crisi (l'edilizia in particolare).

La tendenza qui mostrata sembra confermare l'idea che *i settori con rischio operativo (senonché leva finanziaria) più elevati, provino a compensarli aumentando la propria liquidità*. La combinazione di rischio operativo e leva finanziaria di questi casi fa prevalere la concezione della liquidità come "strumento difensivo". Tuttavia va fatta un'ulteriore precisazione su questo punto: se si legge solamente il dato sulla PFN, le telecomunicazioni hanno un valore vicino al -140%, ma hanno delle disponibilità finanziarie in calo e vicina al 10%. E allora perché le telecomunicazioni hanno una liquidità così bassa? Si premette che Mediobanca non fornisce ulteriori specificazioni per capire quali imprese compongono il comparto e che caratteristiche hanno. In più va detto che è un settore in grande trasformazione tecnica e che vede protagonista la pesante eredità di Telecom Italia, tutta da rigenerare: questi fattori possono incidere sulla particolare struttura finanziaria del settore. Tuttavia l'aspetto veramente determinante che il lettore deve tenere in mente è che la liquidità risulta piuttosto bassa perché *il rischio operativo del settore non è elevato!* Infatti è giusto evidenziare che la leva finanziaria alta non è una condizione necessaria e sufficiente a giustificare l'aumento della liquidità: per dimostrarlo si veda il settore petrolifero, finora non menzionato volontariamente, il quale ha delle disponibilità finanziarie molto elevate (ha superato la soglia del 20% rispetto al fatturato), ma non ha una PFN elevata (si attesta attorno al 25%). Questo permette di ribadire ancora una volta che la chiave di tutto è il rischio operativo: il settore petrolifero, al contrario delle telecomunicazioni, lo ha molto elevato. Per confrontare i rischi operativi dei due settori citati, si osservino i dati sul "beta unlevered adjusted for cash" calcolato dal professor Damodaran nel 2016 per i settori cui appartengono il campione di imprese quotate europee da Lui studiato e selezionato¹⁰²: riordinando i dati in ordine crescente in base al beta

¹⁰² Si veda: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betaEurope16.xls> e presente in appendice.

sopracitato e confrontando le categorie nominate da Damodaran per le telecomunicazioni e per il petrolio con i codici Ateco elencati da Mediobanca per telecomunicazioni e petrolio, si sono riscontrate le seguenti compatibilità:

- Per il petrolio: “Oil/gas (integrated)” in posizione 90/94 e “Oil/Gas (Production and Exploration)” in posizione 63/94.
- Per le telecomunicazioni: “Telecom (wireless)” in posizione 40/94, “Telecom. Services” in posizione 22/94.

Dalla classifica si evince come la filiera petrolifera riscontri un rischio operativo più elevato e minor debiti finanziari rispetto alle telecomunicazioni, e per questo ha delle disponibilità finanziarie più elevate.

- Ci sono alcuni settori con disponibilità finanziarie più alte della maggioranza, che non hanno una PFN così critica e che segnano ottime performance: la distribuzione al dettaglio (disponibilità finanziarie al 17% e PFN al -8%), il tessile (12% e -15%) e il vetro (12% e -33%). Questi comparti sono ottimamente funzionanti, in particolare il tessile (i filati italiani e fiamminghi sono stati storicamente tra i più quotati al mondo) e la lavorazione del vetro soprattutto per prodotti di lusso destinati all’arredamento. Dunque in questi specifici casi sembra molto più realistica la *visione della liquidità come “strumento offensivo” e non difensivo come in precedenza*: qui è importante battere la concorrenza, che diventa sempre più agguerrita quando un settore ha buoni rendimenti fino a saturarlo. In particolare nella distribuzione al dettaglio la competizione si sta spostando sempre di più verso il prezzo, come dimostrano le statistiche riguardanti l’aumento di discount (in cui si presuppongono standard di qualità meno rigidi a vantaggio dell’economicità) a danno degli ipermercati. Oppure si pensi al colosso Amazon, sempre più deciso a stremare tutti i suoi competitors fisici nel core business del retail, ma anche determinato a trasformarsi in un multibusiness investendo la propria liquidità nel mondo discografico e dei film, la cui qualità è per il consumatore garantita, vista la reputazione in termini di affidabilità ed efficienza che si è saputo costruire con le vendite a domicilio. A conferma di quanto esposto in precedenza, il comparto

del retail online è presente nella classifica di Damodaran al numero 87/94, dimostrando un rischio operativo alto che giustifica la crescita della liquidità.

- Volgendo lo sguardo sulla PFN, si nota come l'abbigliamento, il dolciario, i già nominati tessile e farmaceutico/cosmetico siano quei settori con la PFN più bassa e in rapida diminuzione. Questi settori confermano il trend aggregato di diminuzione dei debiti finanziari e del miglioramento della PFN; qui si vede con maggiore evidenza perché le performance economiche sono decisamente buone, e più degli altri settori sembrano avvicinarsi alla possibilità dell'autofinanziamento (in un paese dove le imprese normalmente dipendono maggiormente dal sistema bancario). Colpisce di più il -5% raggiunto dal settore dolciario, soprattutto dopo il recente fallimento di un'impresa famosa come la Melegatti, a conferma che le imprese di settori spesso altalenanti (come l'abbigliamento) o che hanno prodotti stagionali (proprio come l'industria dei pandori, panettoni o colombe) più degli altri intendono rendersi indipendenti per non restare schiacciati dagli andamenti del mercato.

Prima di passare al confronto internazionale, va detto che l'Italia è un paese particolarmente complesso e costituisce un unicum, visti i numerosi imperi che vi hanno regnato e che hanno favorito sia la frammentazione politica che la diversità culturale. È per questo che le conclusioni qui tratte possono non avere un valore assoluto o di respiro internazionale e che conseguentemente il confronto con altri paesi non è per nulla scontato.

Quindi nel terzo capitolo si procede con un'analisi di confronto rispetto al caso italiano: a tale scopo, si utilizza la piattaforma Orbis messa a disposizione dall'ateneo per scaricare i dati contabili di un campione casuale di imprese americane, di cui si intende analizzare unicamente i due parametri visti in precedenza, ovvero le disponibilità finanziarie/fatturato netto e la PFN/fatturato netto, e verificare se c'è una corrispondenza tra il caso italiano e quello americano.

Capitolo 3: confronto internazionale

3.1 Introduzione

L'analisi qui condotta ha lo scopo di paragonare le disponibilità finanziarie e la PFN delle imprese americane in rapporto al loro fatturato rispetto alle imprese italiane, utilizzando gli stessi settori. Nel campione di Mediobanca questi ultimi sono individuati tramite il codice "Ateco 2007"¹⁰³, il quale però deriva dal codice "Nace Rev. 2"¹⁰⁴ utilizzato da Orbis. Dunque, la corrispondenza è pressoché totale e questo ha agevolato la corretta spartizione delle imprese nel loro settore. Per quanto concerne il campione, i criteri con cui è stato estrapolato sono riassunti nella tabella sottostante. I valori scaricati dalla piattaforma Orbis sono in migliaia di euro; dalle 853 aziende derivanti dalla selezione sono state eliminate tutte quelle che in almeno uno dei parametri finanziari alla base della ricerca non avesse l'informazione richiesta (identificabile con "n.a.", ovvero not available); in seconda battuta sono state escluse (manualmente, una ad una) le imprese appartenenti ai settori che lo studio di Mediobanca aveva esplicitamente accantonato, ovvero quelli delle sezioni A, K, L, N, O, P, S, T e U, arrivando ad un campione di 672 aziende.

	Step result	Search result
1. All active companies and companies with unknown situation	12,495,488	12,495,488
2. World region/Country/Region in country: United States of America	2,362,868	2,351,748

¹⁰³

Si

veda:

https://www.istat.it/it/files/2011/03/metenorme09_40classificazione_attivita_economiche_2007.pdf.

¹⁰⁴ Si veda: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF>.

3.	Sales: All companies with a known value, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, for all the selected periods, exclusion of companies with no recent financial data and Public authorities/States/Governments	939,774	1,059
4.	Cash & cash equivalent: All companies with a known value, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, for at least one of the selected periods, exclusion of companies with no recent financial data and Public authorities/States/Governments	4,461,694	1,048
5.	Long term debt: All companies with a known value, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, for all the selected periods, exclusion of companies with no recent financial data and Public authorities/States/Governments	1,165,127	853
6.	Current liabilities: All companies with a known value, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, for all the selected periods, exclusion of companies with no recent financial data and Public authorities/States/Governments	1,566,632	853
Boolean search : 1 And 2 And 3 And 4 And 5 And 6			
		TOTAL	853

Per omogeneità di impaginazione con la precedente analisi e facilitarne il confronto va sottolineato che “Cash & Cash Equivalent” corrispondono alle disponibilità finanziarie, “Current Liabilities” sono i “debiti finanziari a breve termine”, “Long Term Debt” sono i “debiti finanziari a medio-lungo termine” ed infine “Sales” è il “fatturato netto”. Inoltre, l’indagine svolta da Mediobanca avviene nell’intervallo 2007-2016, mentre Orbis mette a disposizione i dati dal 2009 in avanti; dunque l’analisi americana si svolge nel periodo 2009-2016. In appendice sarà possibile prendere visione di tutte le imprese del campione, divise per settore, con i dati aggregati per settore. Qui, invece, seguono i grafici sulla disponibilità finanziaria e sulla PFN e la tabella con i dati sui due parametri divisi anno per anno e per settore in maniera del tutto analoga a quella di Mediobanca. Per il calcolo dei due rapporti, sono stati sommati i valori anno per anno di cassa e banche, debiti a breve, a medio-lungo termine e del fatturato per ogni settore, e da questi risultati aggregati sono stati calcolati i rapporti percentuali presenti nelle tabelle.

3.2 Analisi aggregata e per settori

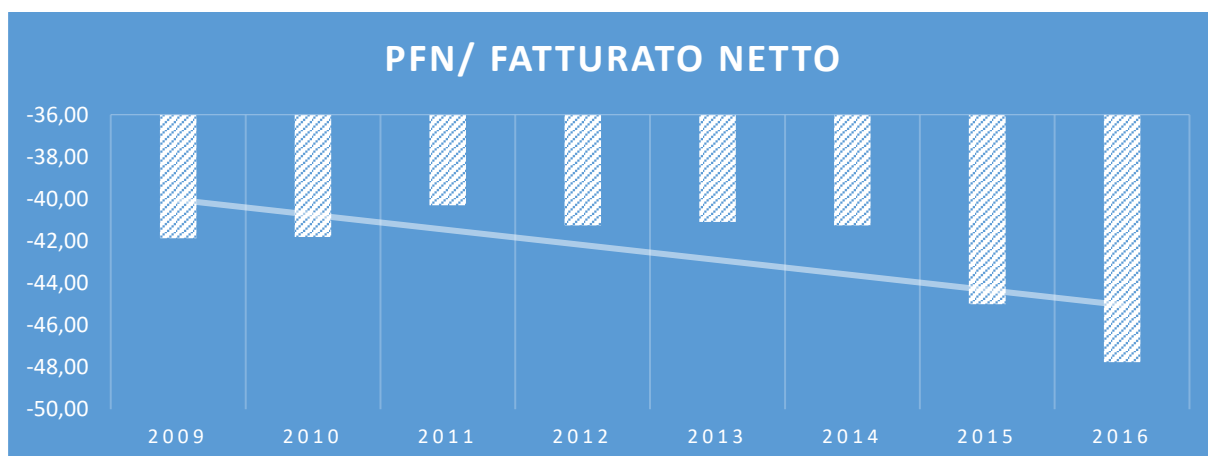
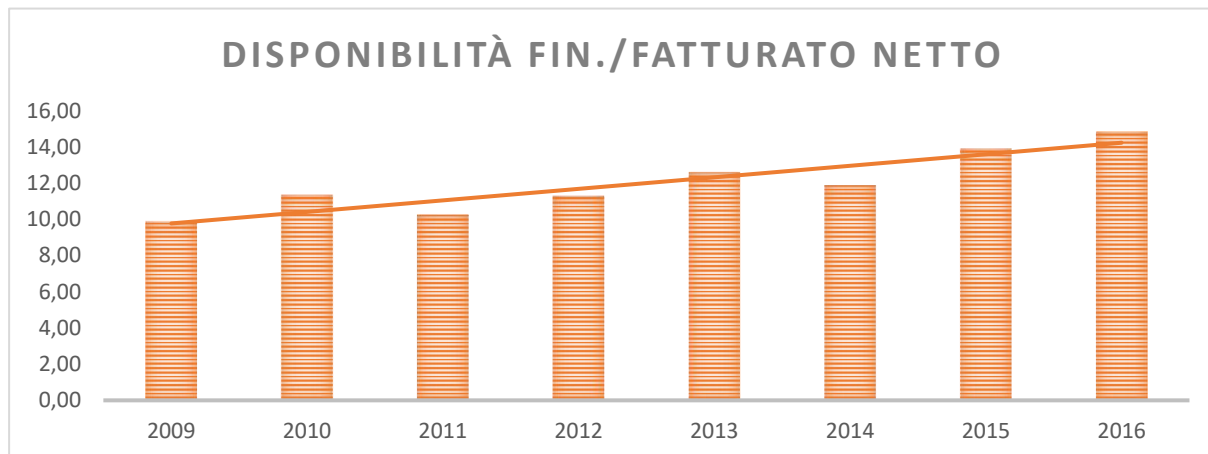
3.2.0 Dato aggregato

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	9,89	11,35	10,27	11,30	12,59	11,88	13,91	14,83

PFN/**fatturato netto**

-41,87 -41,81 -40,30 -41,26 -41,10 -41,26 -45,01 -47,77

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

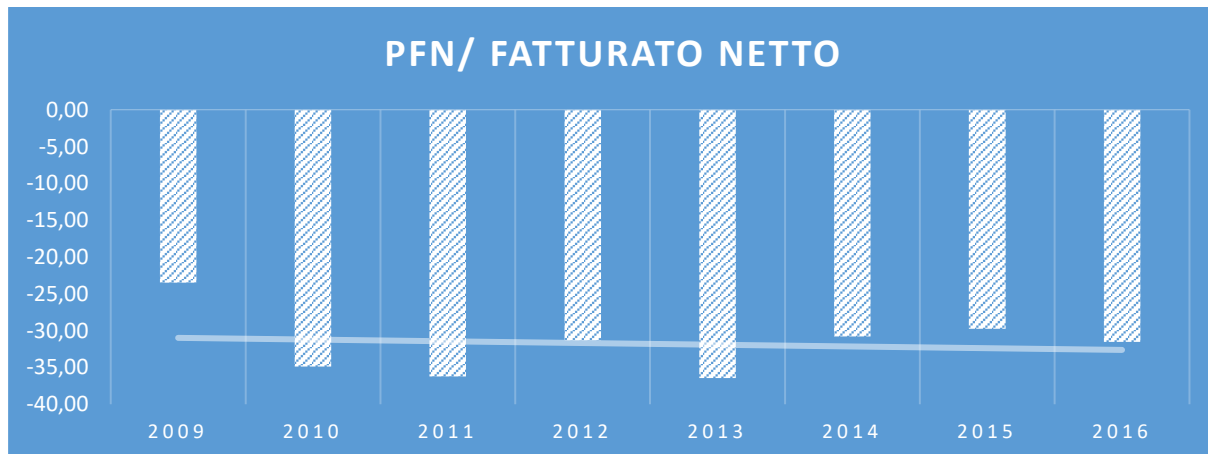
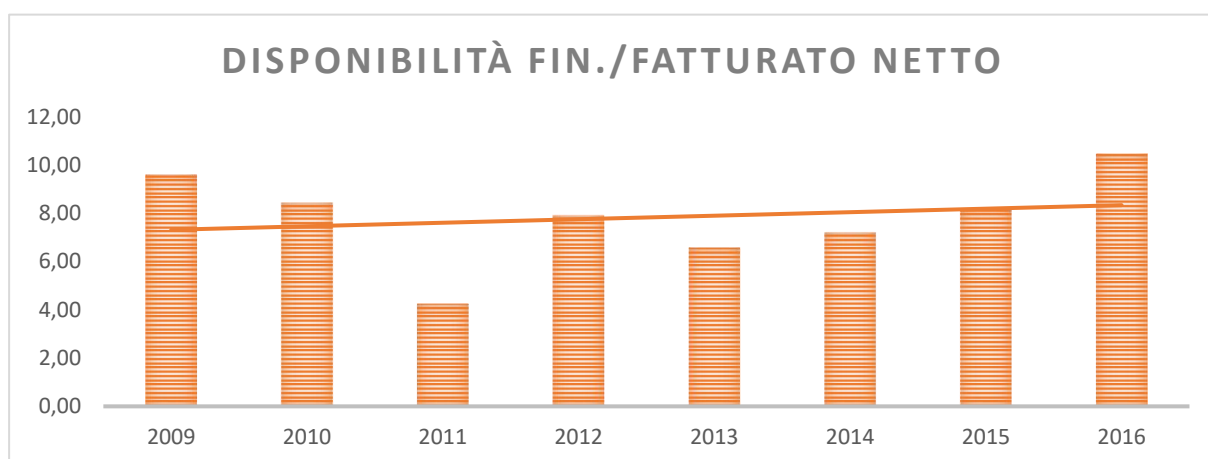


A livello aggregato le disponibilità finanziarie arrivano nel 2016 ad un ammontare di circa 14% del fatturato delle aziende. Dato simile ma superiore a quello italiano, in cui il trend è analogamente in crescita ma raggiunge il massimo in un intorno del 10% nello stesso anno. Molto diversa è la PFN, in quanto in questo campione il trend è in discesa, con un minimo vicino al 50% del fatturato, mentre quello italiano è in miglioramento e più vicino al 40%. Dunque la tendenza individuata da Moody's e riportata dal Sole 24 Ore per quanto attiene ai colossi per fatturato e per area d'affari sembra coincidere con quanto avviene secondo questo campione casuale di imprese industriali e manifatturiere di ogni dimensione e genere dal punto di vista delle disponibilità finanziarie ma non della PFN.

3.2.1 Abbigliamento

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	9,61	8,44	4,25	7,91	6,57	7,20	8,18	10,47
PFN/ fatturato netto	-23,47	-34,87	-36,25	-31,31	-36,42	-30,79	-29,74	-31,55

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



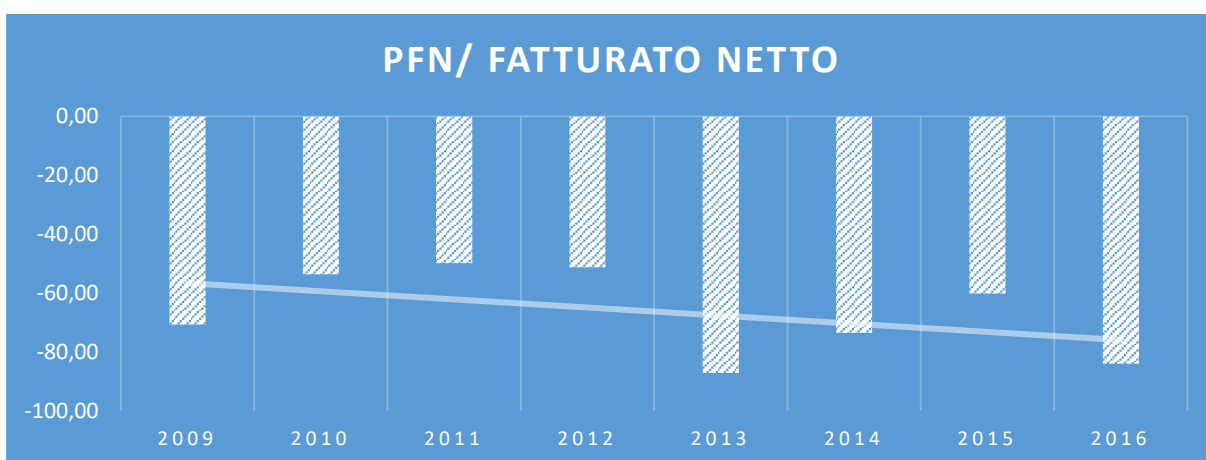
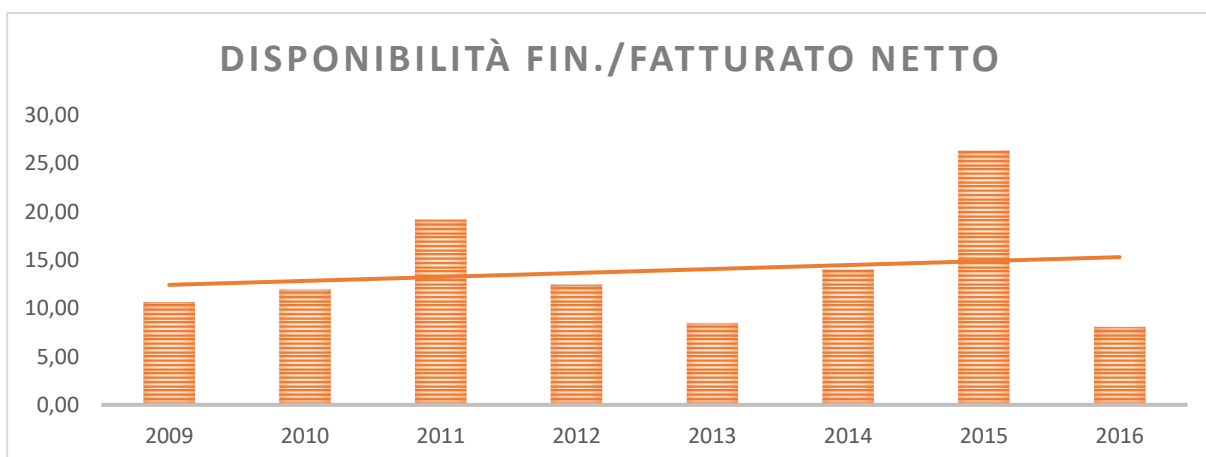
C'è una certa somiglianza col caso italiano per quanto riguarda le disponibilità finanziarie: nel 2016 si arriva per entrambi ad una quota vicina al 10%, seppur con un trend più lineare nel caso italiano mentre qui è più altalenante. Completamente diversa è la PFN: in Italia le imprese dedite all'abbigliamento stanno abbassando il loro indebitamento arrivando a quasi il 5% del fatturato nel 2016, sfruttando le buone performance del settore; negli Stati Uniti, invece, l'andamento è tendenzialmente in discesa, con un valore

di poco superiore al 30% del fatturato. Chiaramente va considerato che le osservazioni del campione americano appartenenti al comparto abbigliamento sono solamente sette, e non è dato sapere quante compongono quello italiano. Tuttavia la differenza qui riscontrata è davvero schiacciante.

3.2.2 Bevande alcoliche e analcoliche

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	10,60	11,94	19,16	12,43	8,45	14,00	26,29	8,06
PFN/ fatturato netto	-70,77	-53,70	-49,93	-51,29	-87,21	-73,56	-60,17	-84,01

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

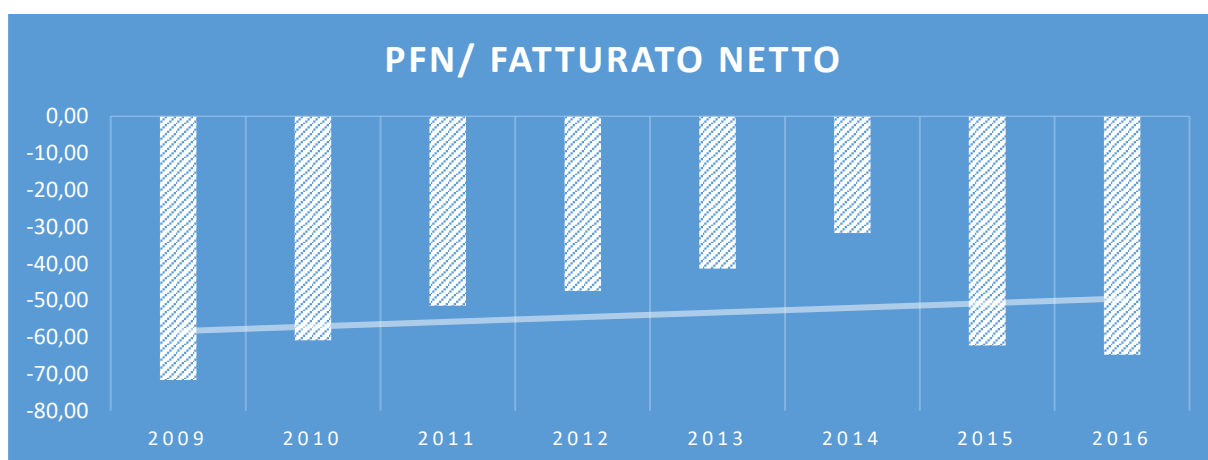
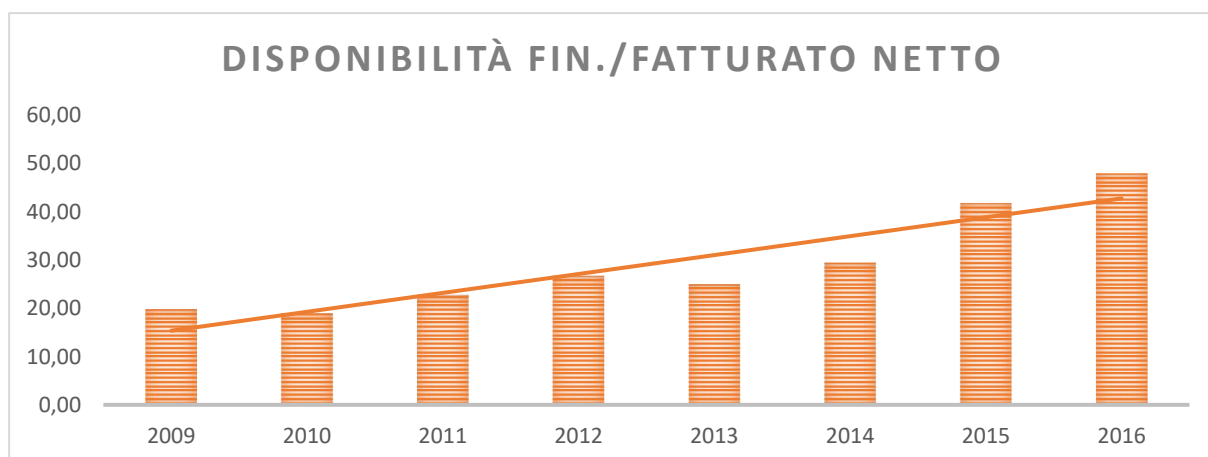


Anche in questo caso i due parametri sono distanti dal caso italiano: trend altalenante per le disponibilità finanziarie che chiudono nel 2016 a circa l'8% contro l'ascesa che termina al quasi 13% in Italia; PFN in forte peggioramento arrivando all'84% del fatturato nel 2016 contro il 33% in Italia.

3.2.3 Caseario

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	19,85	18,96	22,85	26,71	25,01	29,43	41,79	47,97
PFN/ fatturato netto	-71,61	-60,89	-51,45	-47,45	-41,41	-31,76	-62,21	-64,79

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

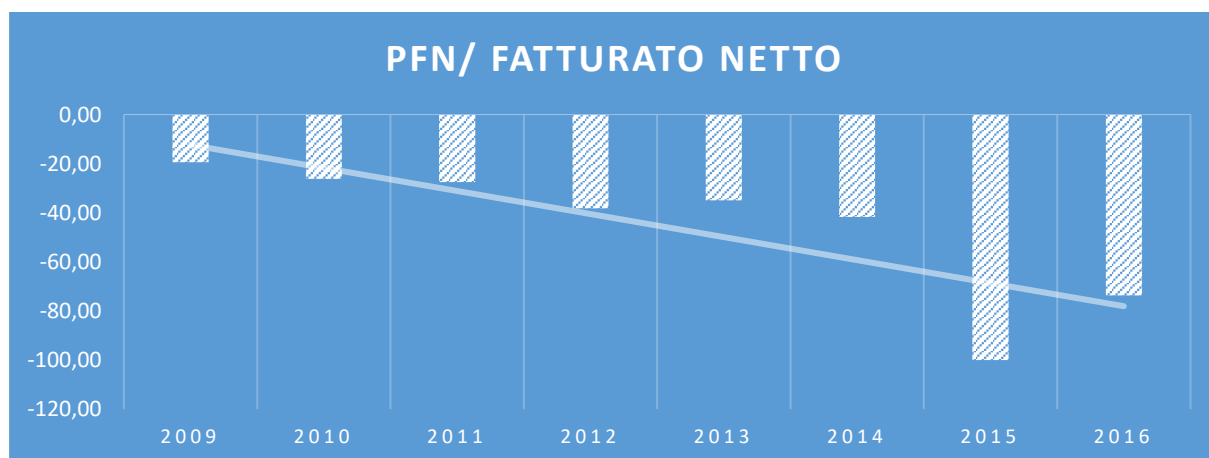
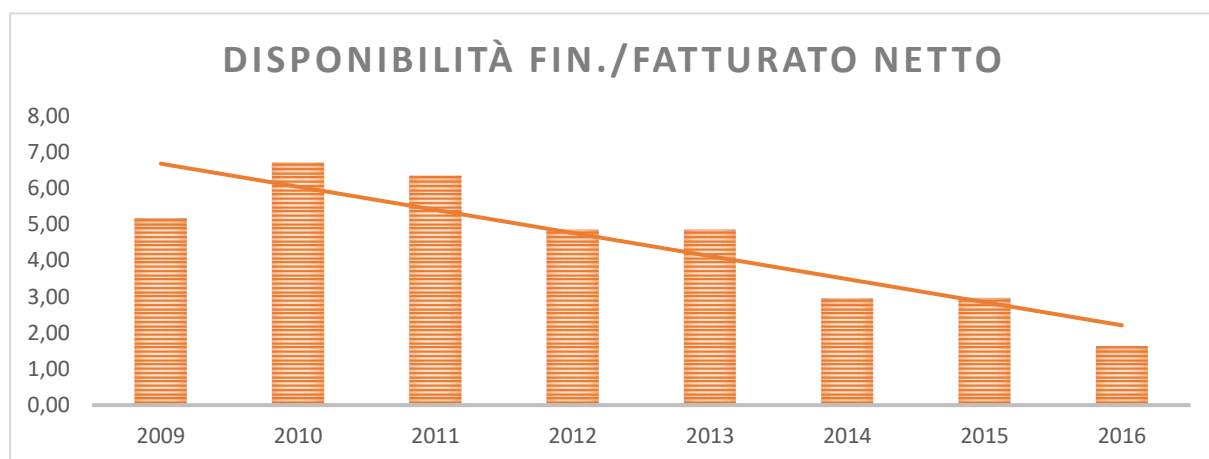


In questo comparto le proporzioni sono molto diverse rispetto al caso italiano: disponibilità finanziarie record negli USA che arrivano a quasi il 50% contro il 10% di quello del Belpaese; indebitamento che pesa molto ad entrambi, ma qui si arriva al 65% nel 2016 dopo anni di miglioramento ma un crollo nel 2015, mentre in Italia si arriva al 27% nel 2016.

3.2.4 Conserviero

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	5,18	6,71	6,34	4,86	4,85	2,96	2,97	1,64
PFN/ fatturato netto	-19,44	-26,27	-27,51	-38,24	-34,90	-41,73	-100,10	-73,76

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

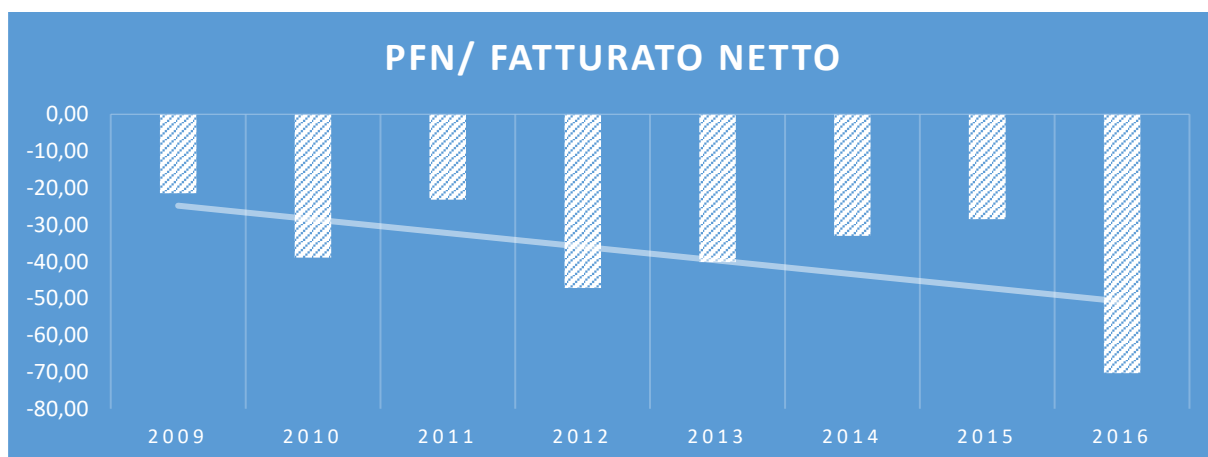
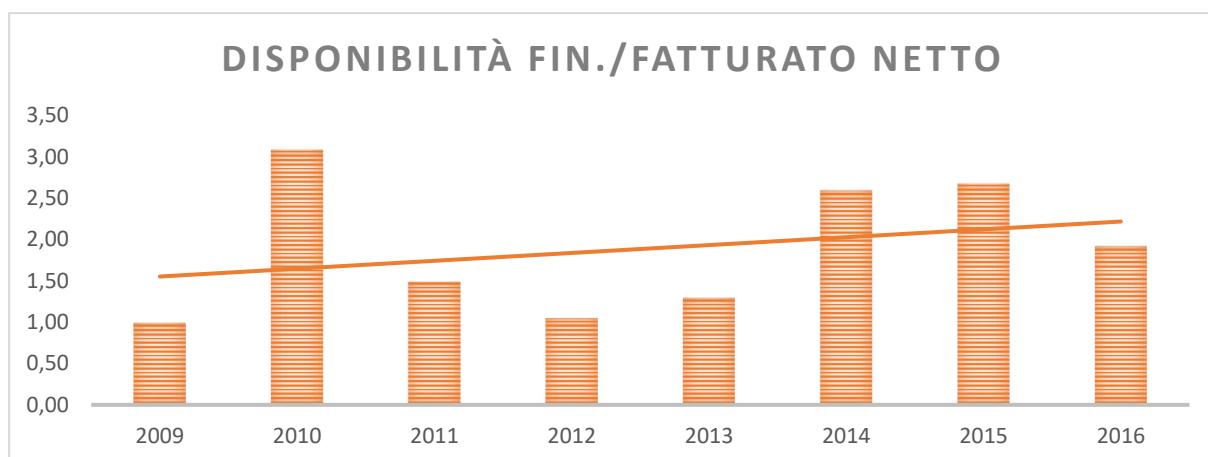


Trend decisamente diversi per i due stati: per l'Italia il conserviero è un fiore all'occhiello a livello di performance, con delle disponibilità finanziarie in crescita fino al 6% e un indebitamento che scende al 17%; negli USA invece le disponibilità finanziarie sono in caduta al 2%, con un indebitamento alle stelle al 74%.

3.2.5 Dolciario

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	0,99	3,08	1,49	1,05	1,29	2,59	2,67	1,92
PFN/ fatturato netto	-21,46	-38,93	-23,24	-47,18	-40,21	-33,06	-28,47	-70,36

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

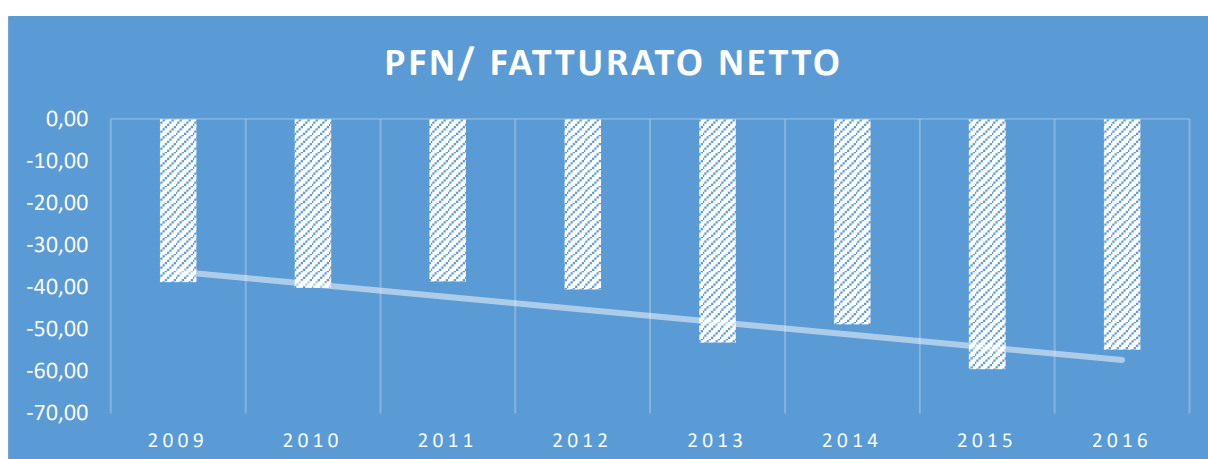
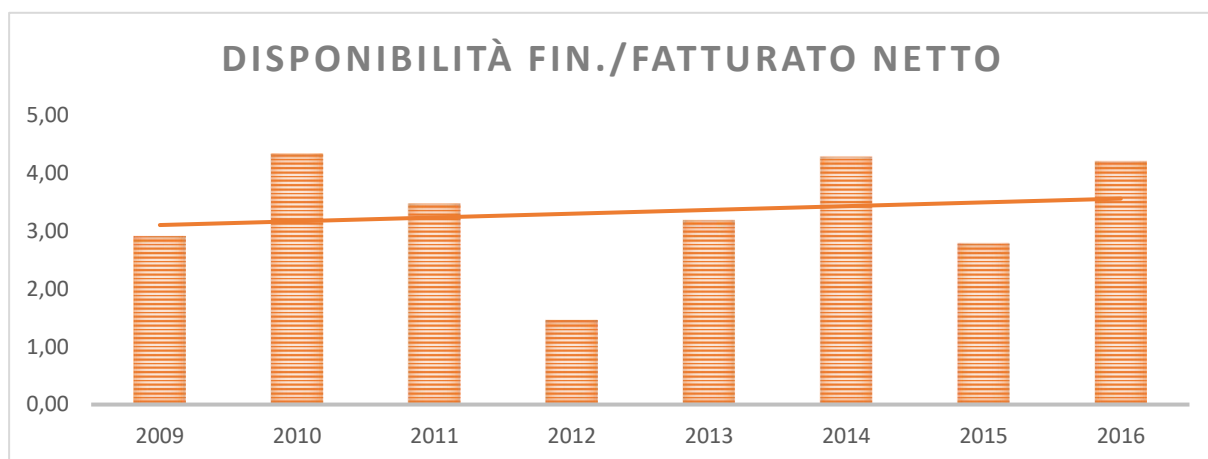


Il settore dolciario condivide la profonda diversità del precedente: in Italia le disponibilità finanziarie sono quasi al 10% con una PFN al 5%, mentre qui si registra rispettivamente il 2% e il 70%.

3.2.6 Alimentari diverse

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	2,91	4,34	3,47	1,46	3,18	4,28	2,79	4,20
PFN/ fatturato netto	-38,81	-40,17	-38,64	-40,50	-53,16	-48,82	-59,47	-54,83

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

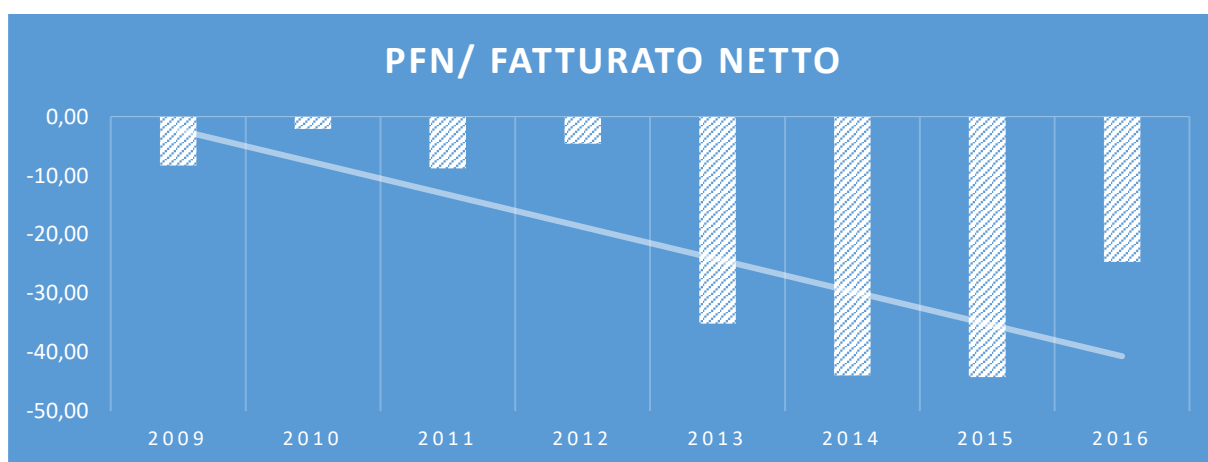
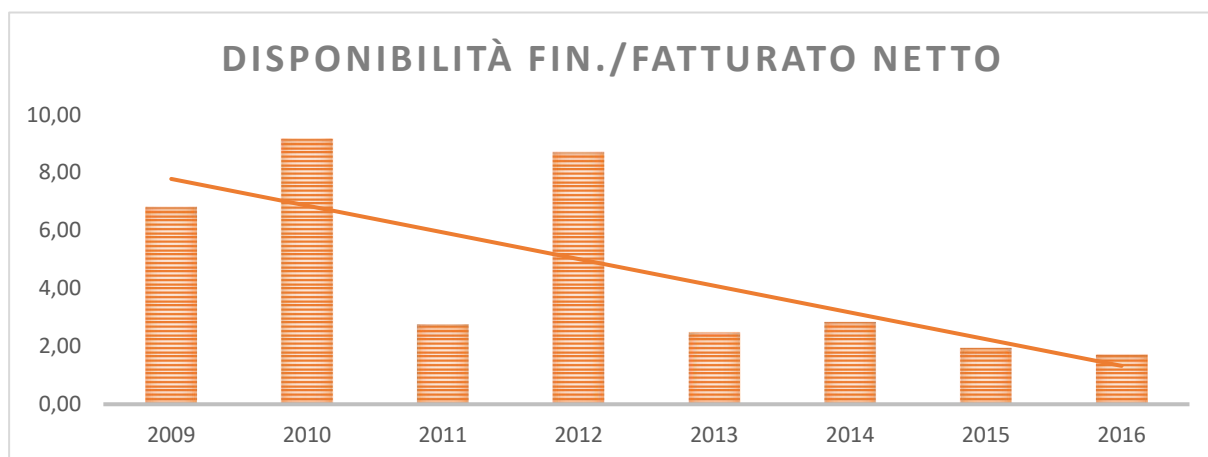


Ancora una volta grande disparità di valori tra i due paesi: 10% di disponibilità finanziarie e 12% di PFN in Italia nel 2016, contro rispettivamente il 4% e il 55% negli USA.

3.2.7 Cartario

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	6,80	9,15	2,76	8,70	2,49	2,84	1,95	1,73
PFN/ fatturato netto	-8,30	-2,11	-8,80	-4,59	-35,14	-43,95	-44,23	-24,63

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



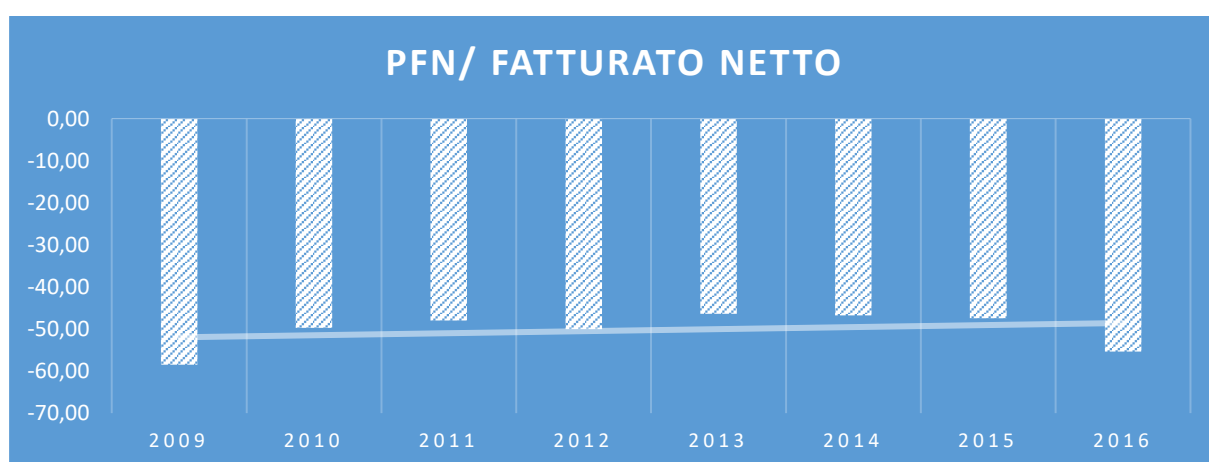
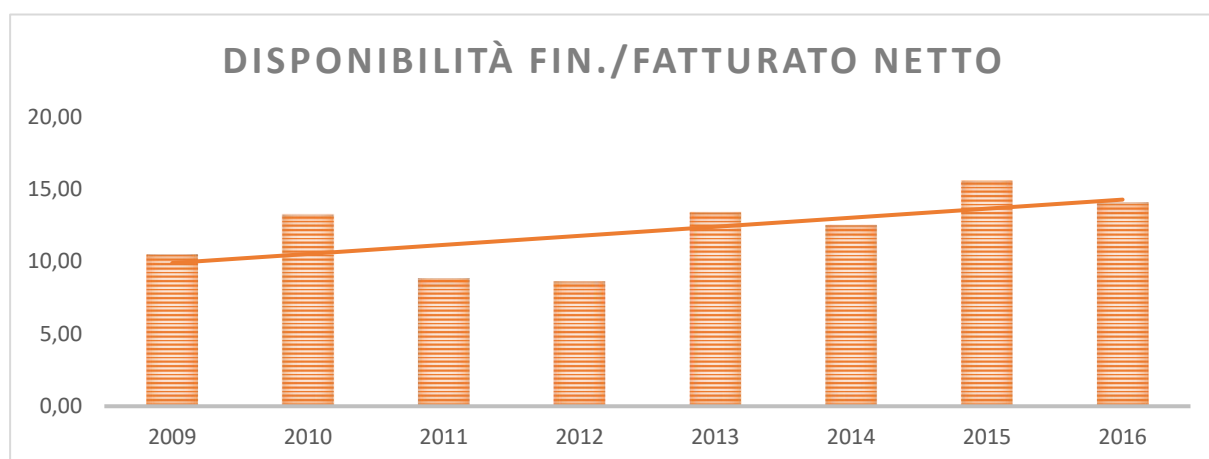
In questo comparto i trend sono assolutamente inversi rispetto a quelli italiani, con anche proporzioni diverse: le disponibilità finanziarie in Italia crescono fino a quasi il 4%, qui

crollano intorno al 2%, mentre la PFN migliora arrivando in un intorno del 31% contro il crollo dal 2013 in America e il recupero nel 2016 al 25% circa.

3.2.8 Chimico

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	10,49	13,24	8,82	8,60	13,38	12,50	15,57	14,07
PFN/ fatturato netto	-58,50	-49,73	-47,95	-50,06	-46,42	-46,74	-47,44	-55,35

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



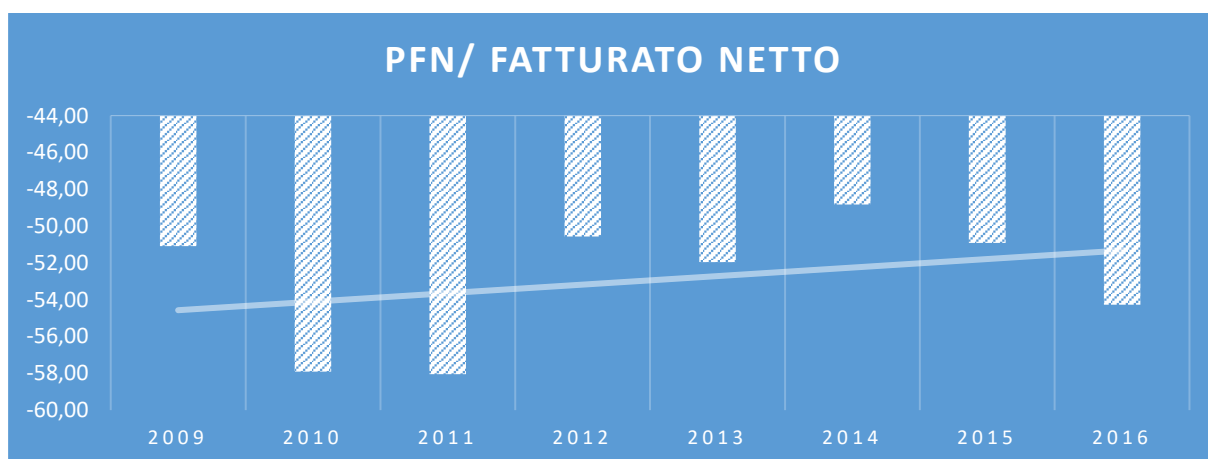
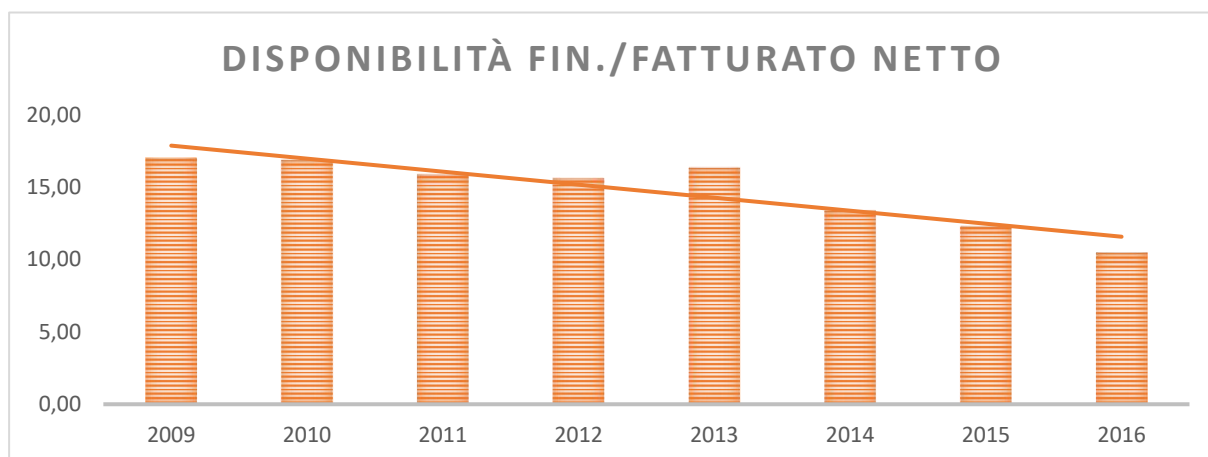
Nel chimico si conferma l'estrema diversità dei due paesi: le disponibilità finanziarie in Italia scendono al 4% contro il 14% americano; la PFN peggiora pur chiudendo al 16% nel

primo caso, mentre qui tende a migliorare seppur nel 2016 raggiunga il secondo minimo dal 2009 con una quota del 55%.

3.2.9 Costruzione di mezzi di trasporto

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	17,01	16,86	15,86	15,59	16,32	13,36	12,27	10,47
PFN/ fatturato netto	-51,09	-57,90	-58,05	-50,56	-51,96	-48,83	-50,92	-54,27

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



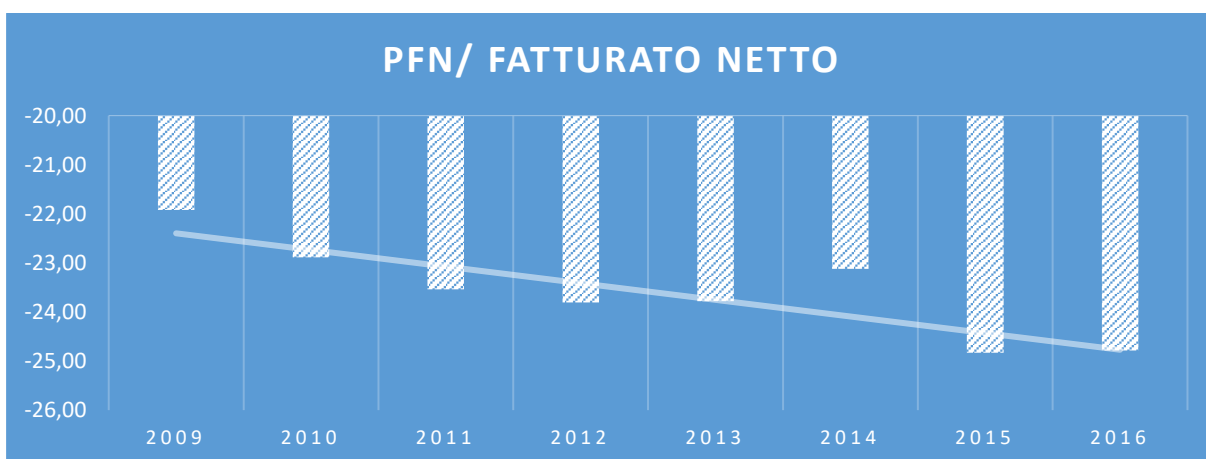
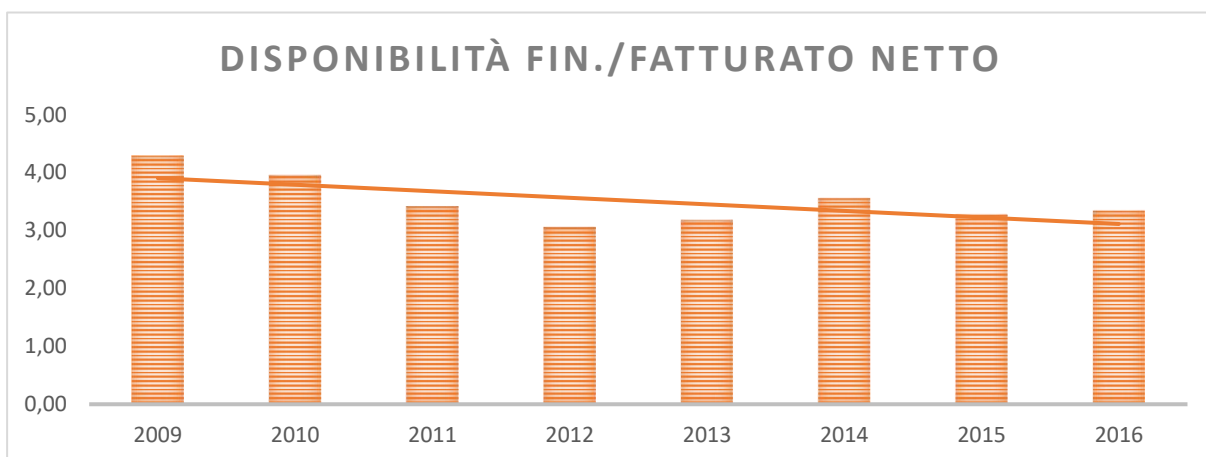
Anche qui le differenze sono decisamente percettibili, con un 3% di disponibilità finanziarie contro il 10% americano pur condividendo un trend in discesa, e una PFN al

16% contro il 54% americano pur sviluppando come in precedenza lo stesso andamento in miglioramento.

3.2.10 Distribuzione al dettaglio

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	4,29	3,95	3,42	3,06	3,18	3,55	3,27	3,34
PFN/ fatturato netto	-21,92	-22,89	-23,54	-23,81	-23,78	-23,12	-24,83	-24,78

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

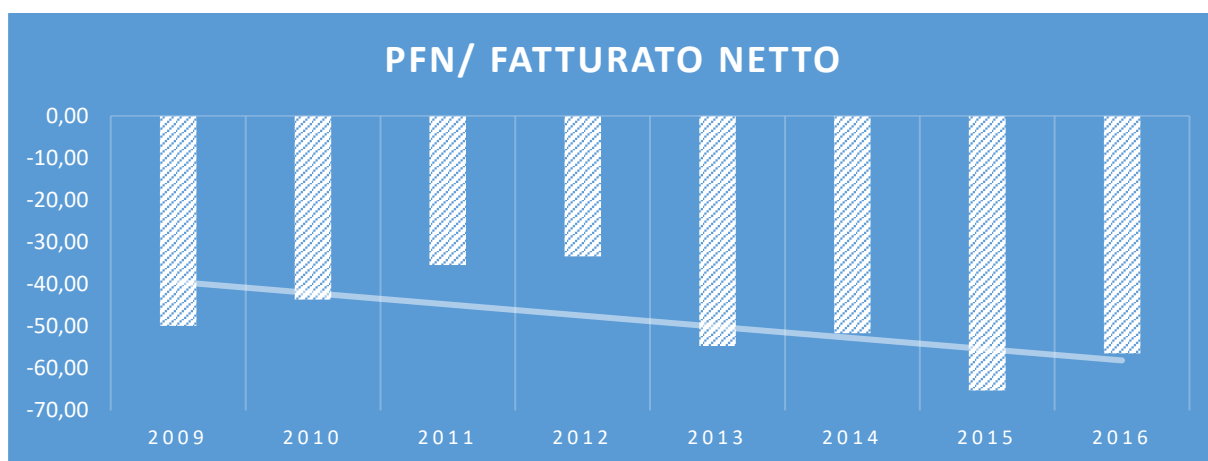
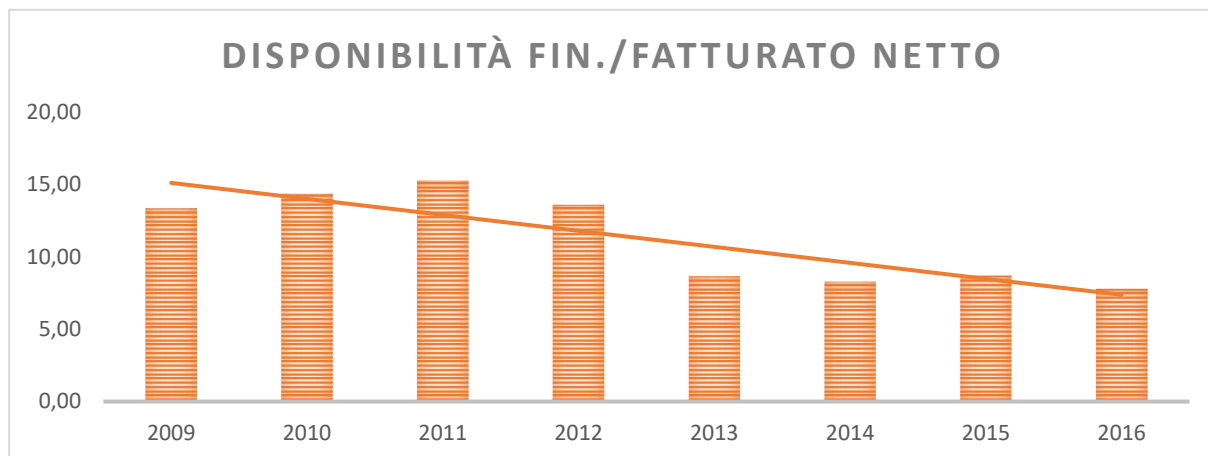


Nella distribuzione al dettaglio differiscono numeri e trend: in Italia disponibilità finanziarie al 17% e PFN al 9% nel 2016 contro il 3% e il 25% americano; due trend in miglioramento contro due trend in peggioramento.

3.2.11 Elettrodomestici e Apparecchi radio-tv

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	13,33	14,32	15,25	13,58	8,65	8,27	8,70	7,79
PFN/ fatturato netto	-49,90	-43,63	-35,44	-33,36	-54,70	-51,66	-65,23	-56,42

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

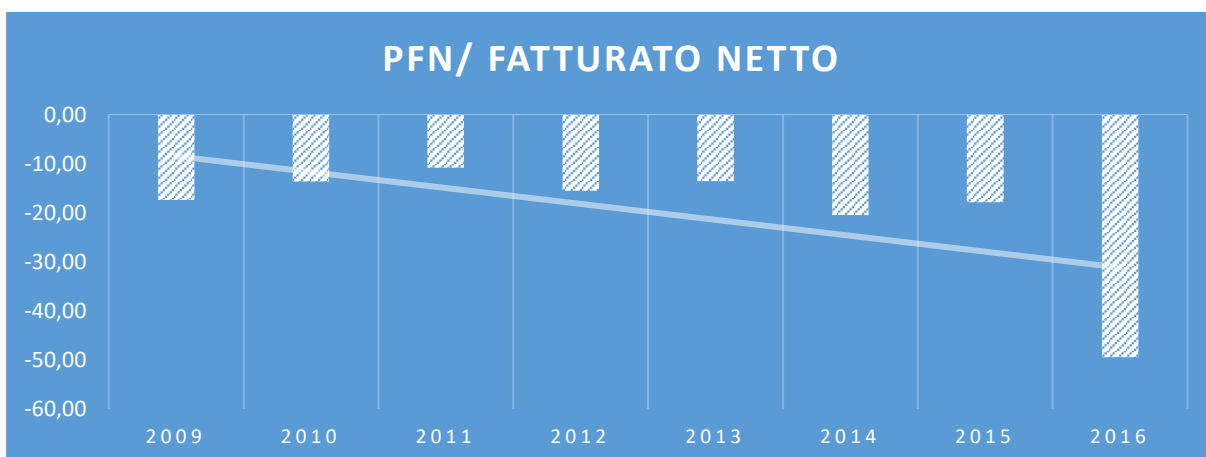
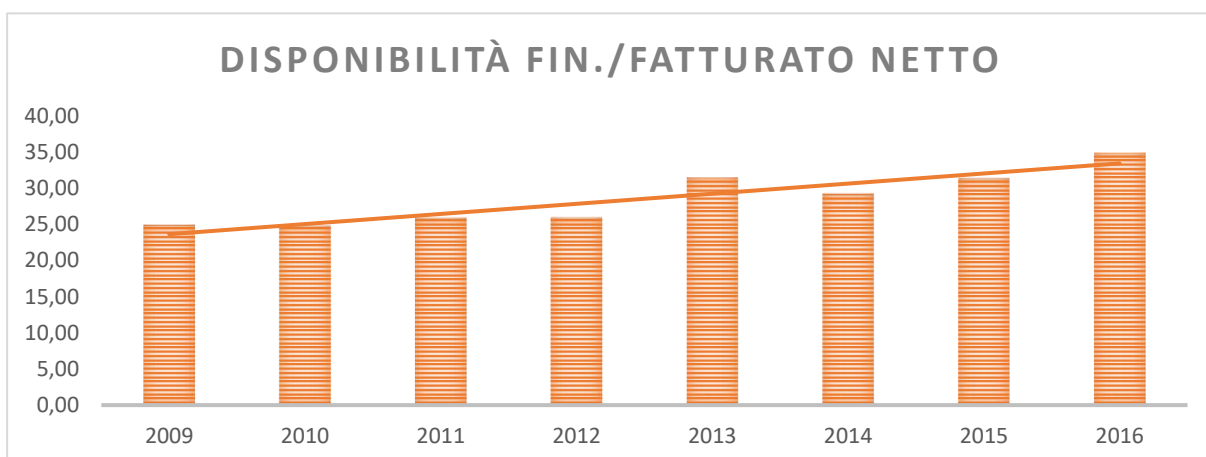


Nel comparto elettrodomestici americano si notano delle disponibilità finanziarie in calo costante e vicino all'8%, con una PFN in peggioramento al 56%. In Italia il comparto non performa in maniera particolarmente brillante, e il riflesso nella struttura finanziaria si percepisce con delle disponibilità finanziarie appena in crescita intorno al 2% e una PFN in caduta costante al 28%.

3.2.12 Elettronico

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	24,90	24,76	25,85	25,92	31,38	29,16	31,31	34,80
PFN/ fatturato netto	-17,41	-13,60	-10,81	-15,51	-13,57	-20,46	-17,86	-49,42

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

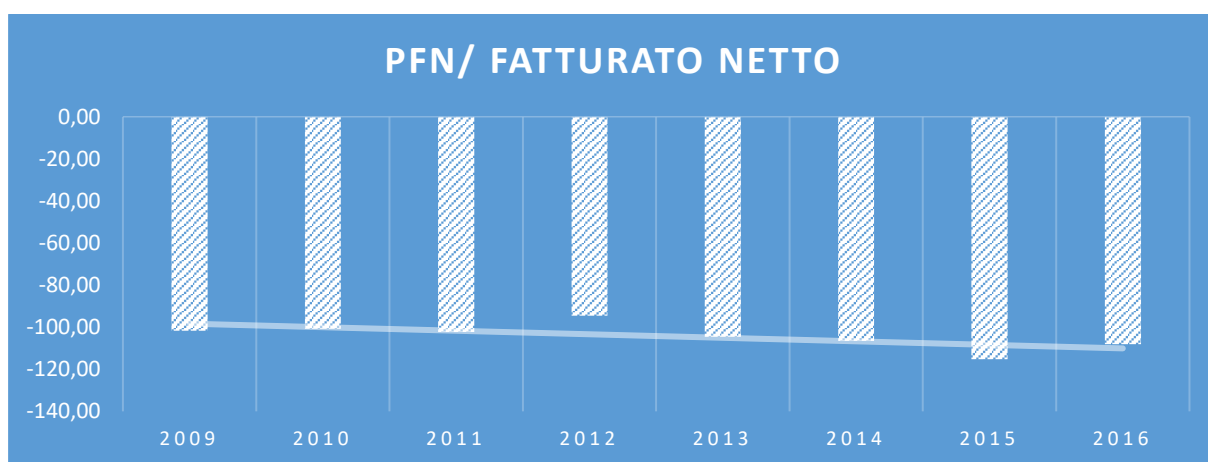
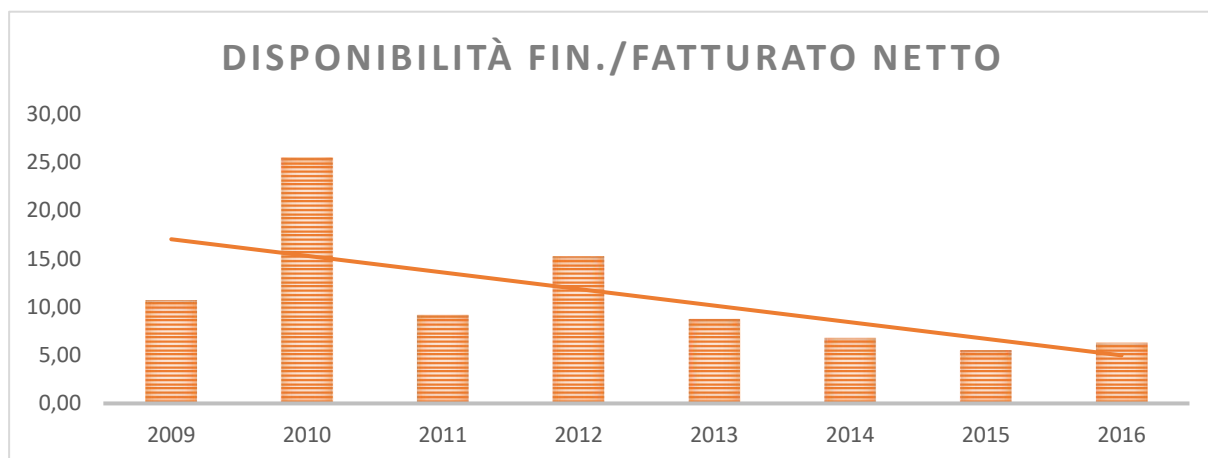


L'elettronico conferma in parte quanto visto in apertura di questo elaborato con l'articolo del Sole 24 ore: disponibilità finanziarie in crescita e a livelli molto elevati (quasi 35%) e PFN altalenante seppur in profondo calo nel 2016. In Italia questo settore, che comprende la produzione di hardware e tecnologia in primis, non sviluppa prestazioni comparabili ai colossi americani, e segna disponibilità finanziarie al di sotto del 6% e una PFN al 15%.

3.2.13 Emittenze radio-tv

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	10,70	25,50	9,17	15,26	8,73	6,79	5,54	6,28
PFN/ fatturato netto	-101,64	-100,70	-102,26	-94,52	-104,60	-106,50	-115,29	-108,11

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

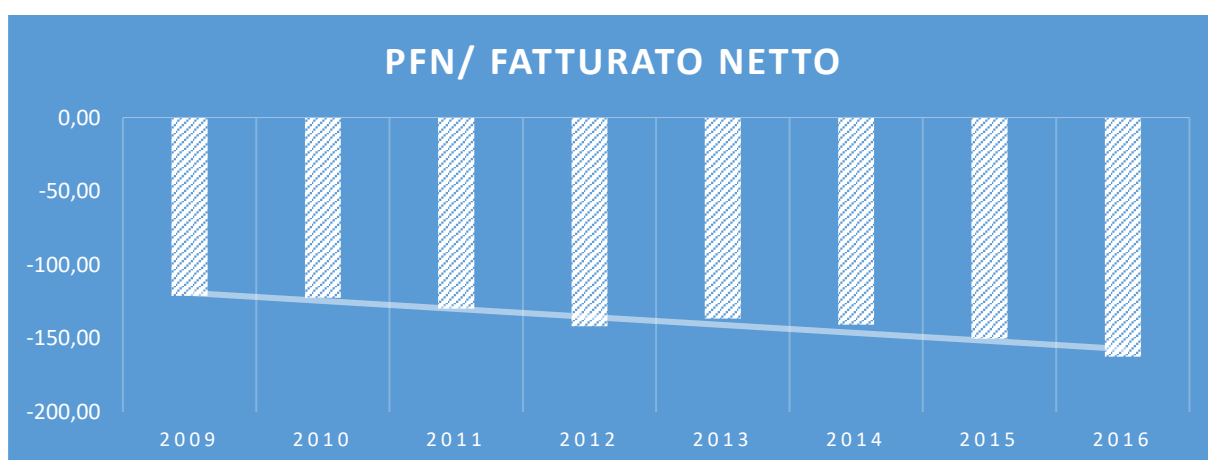
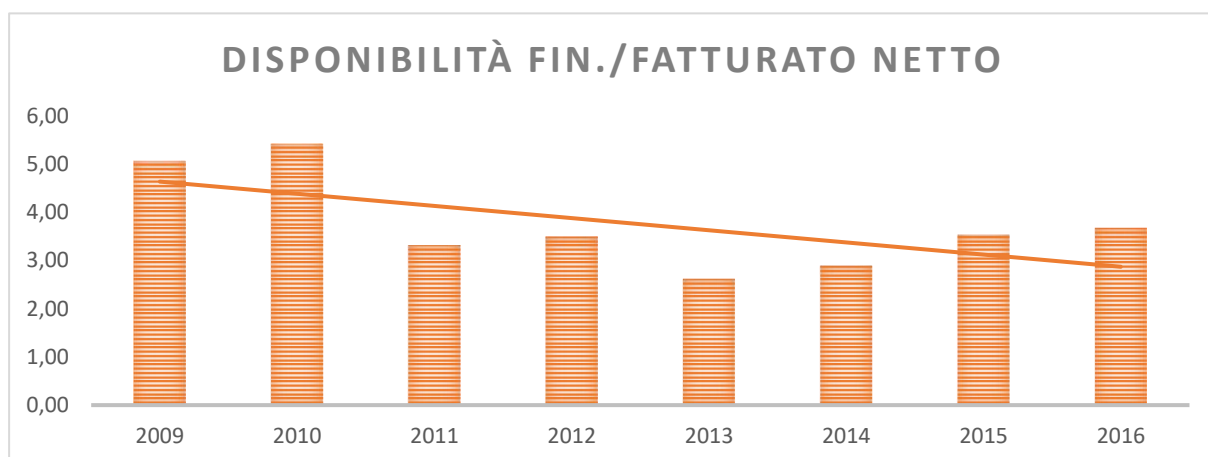


Le disponibilità finanziarie sono in calo al 6% e si avvicinano a quelle italiane, in crescita ma ancora al 3%, mentre la PFN segue per entrambi i paesi una lunga e costante discesa ma su due livelli diversi: in Italia ci si colloca tra il 30% e il 35%, mentre dal grafico sopra si nota l'ampio sfioramento del 100%.

3.2.14 Energia-Gas

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	5,05	5,41	3,32	3,50	2,62	2,89	3,54	3,67
PFN/ fatturato netto	-121,08	-122,39	-129,76	-141,84	-136,55	-140,70	-150,30	-162,44

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

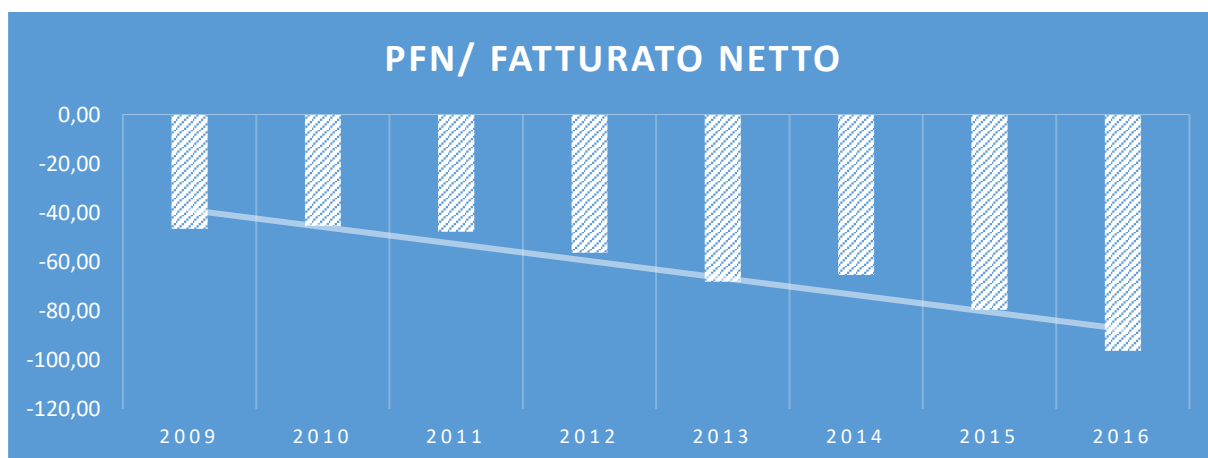
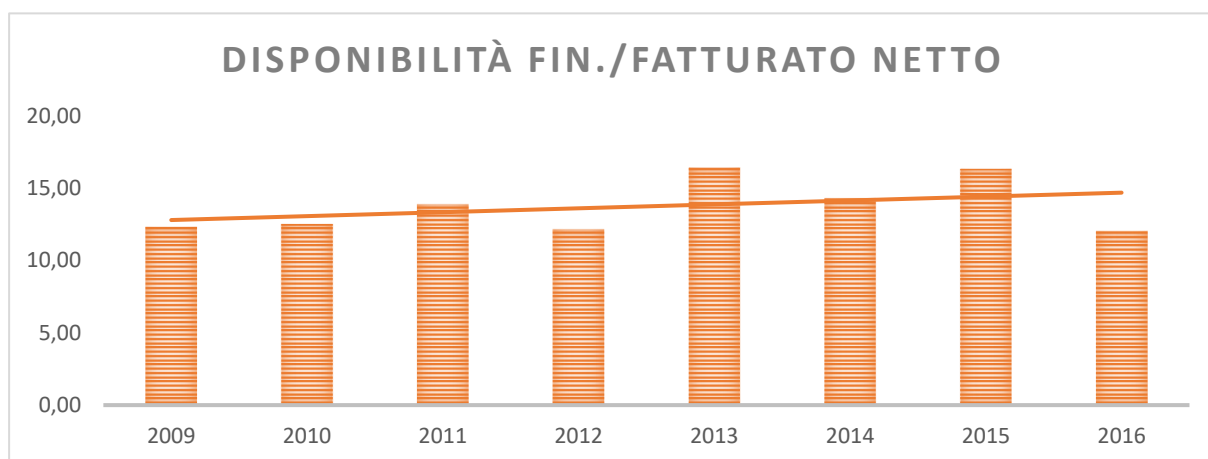


Completamente difforme è l'andamento dell'energia e del gas: disponibilità finanziarie in Italia che crescono con punte superiori al 14% e che nel 2016 chiudono a circa il 10%; per quanto riguarda la PFN dal 2007 al 2016 questa oscilla tra il 90% e il 110%. Negli USA, invece, le disponibilità finanziarie sono davvero irrisorie, inferiori al 4% ed in calo, mentre la PFN è in costante peggioramento, con il minimo nel 2016 al 162%.

3.2.15 Farmaceutico e Cosmetico

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	12,31	12,51	13,85	12,13	16,41	14,29	16,32	12,03
PFN/ fatturato netto	-46,61	-45,46	-47,78	-56,31	-68,03	-65,33	-79,57	-96,23

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

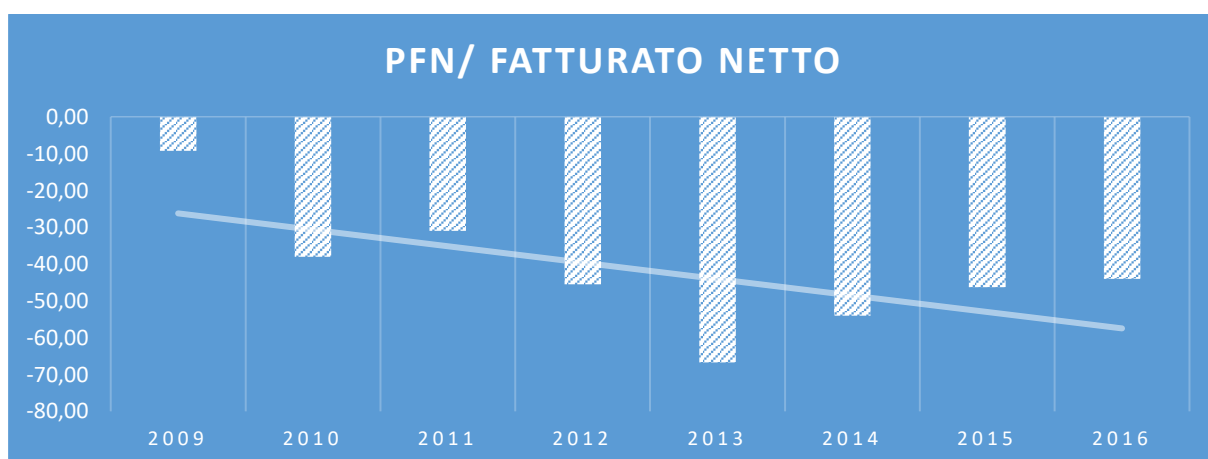
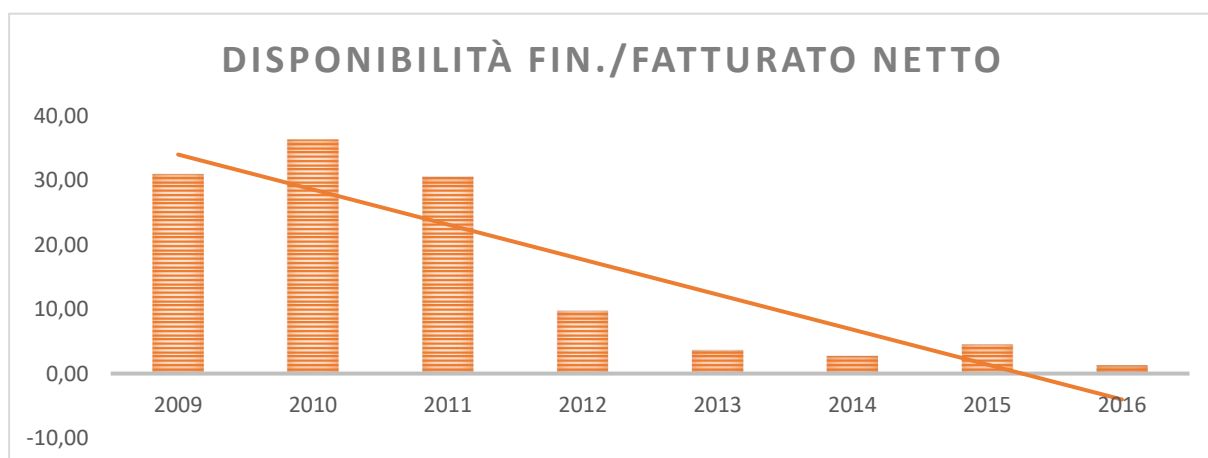


Nel Farmaceutico e Cosmetico le disponibilità finanziarie tendono a salire, restando sopra il 12%, mentre la PFN scende vertiginosamente arrivando al 97% nel 2016. Completamente diversa la situazione in Italia, con le disponibilità finanziarie che salgono ma restano sotto l'8% e una PFN in miglioramento fino al 12%. Diversità spiegabile quantomeno nel basso livello di investimenti in ricerca operato in Italia, al contrario degli USA, uno dei paesi top al mondo in materia.

3.2.16 Gomma e Cavi

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	30,98	36,36	30,55	9,74	3,67	2,75	4,52	1,31
PFN/ fatturato netto	-9,25	-38,04	-30,99	-45,52	-66,68	-54,00	-46,30	-44,04

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

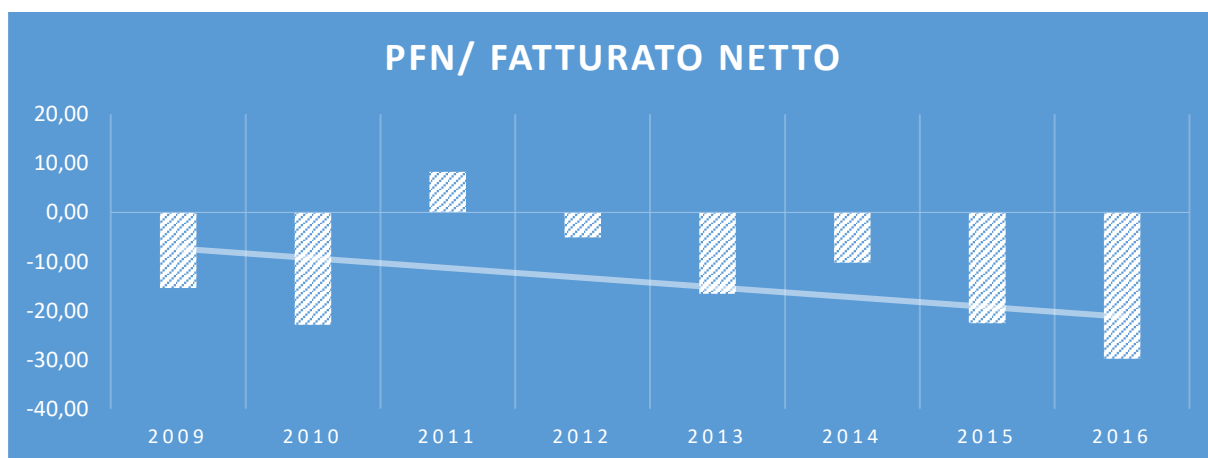
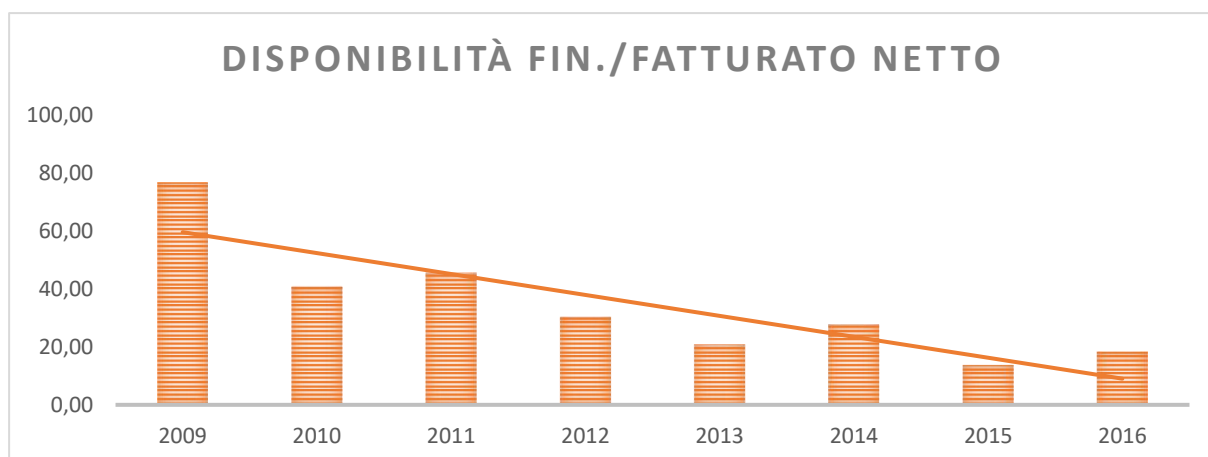


Singolare il crollo delle disponibilità finanziarie dal 36% nel 2010 al minimo del 1,31% nel 2016, mentre la PFN vede un andamento negativo fino al 2013 e poi un miglioramento che fa segnare il 44% del fatturato nel 2016. In Italia questa volta i valori sono simili: disponibilità finanziarie basse al 2% e una PFN in peggioramento al 35% nel 2016.

3.2.17 Impiantistico

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	76,79	40,85	45,67	30,43	20,93	27,91	13,74	18,39
PFN/ fatturato netto	-15,38	-22,93	8,26	-5,09	-16,60	-10,26	-22,61	-29,84

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

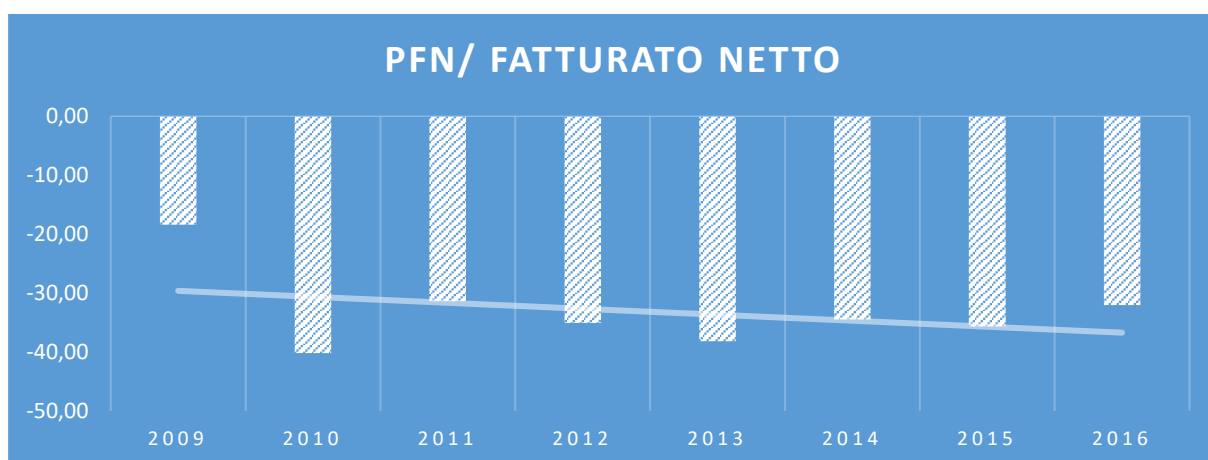
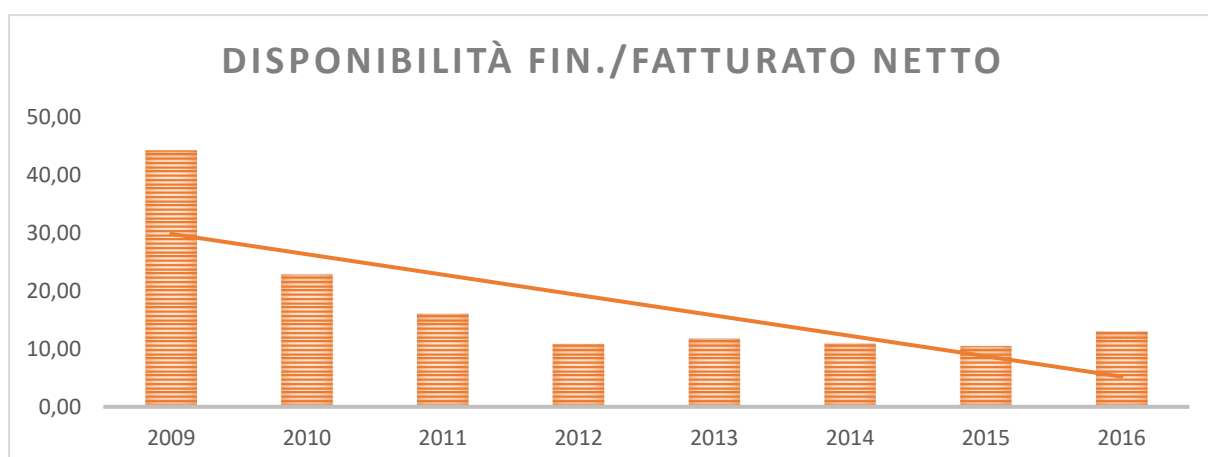


Anche in questo settore c'è una grande somiglianza tra i due paesi: disponibilità finanziarie che per entrambi sono poco sopra il 18% nel 2016 (pur frutto di una discesa importante negli USA), mentre la PFN è in peggioramento col 30% del fatturato negli USA nel 2016 e in Italia segue lo stesso trend con il minimo nel 2015 vicino al 40%.

3.2.18 Imprese di Costruzione

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	44,31	22,91	16,09	10,82	11,80	10,96	10,50	12,97
PFN/ fatturato netto	-18,42	-40,20	-31,42	-35,12	-38,18	-34,49	-35,71	-32,04

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

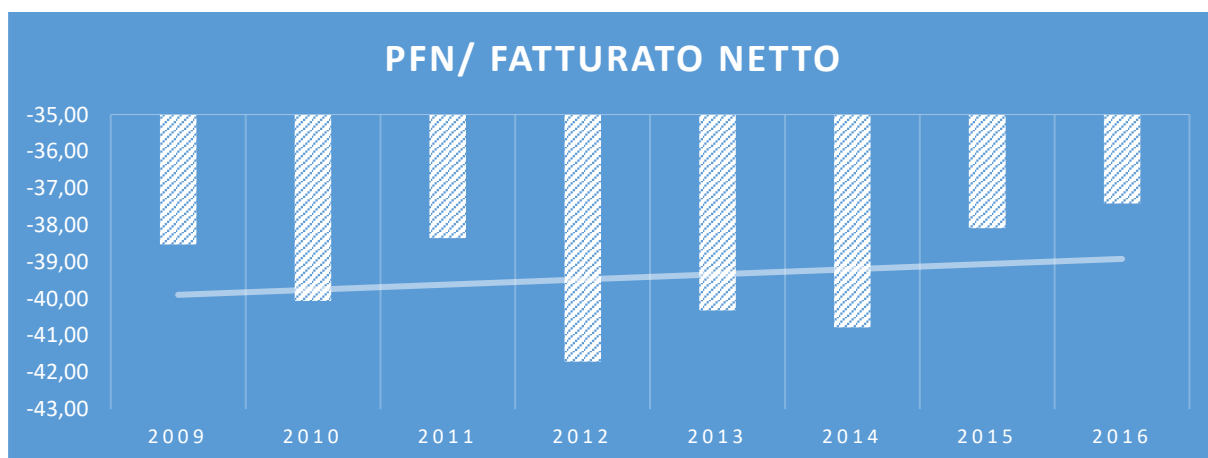
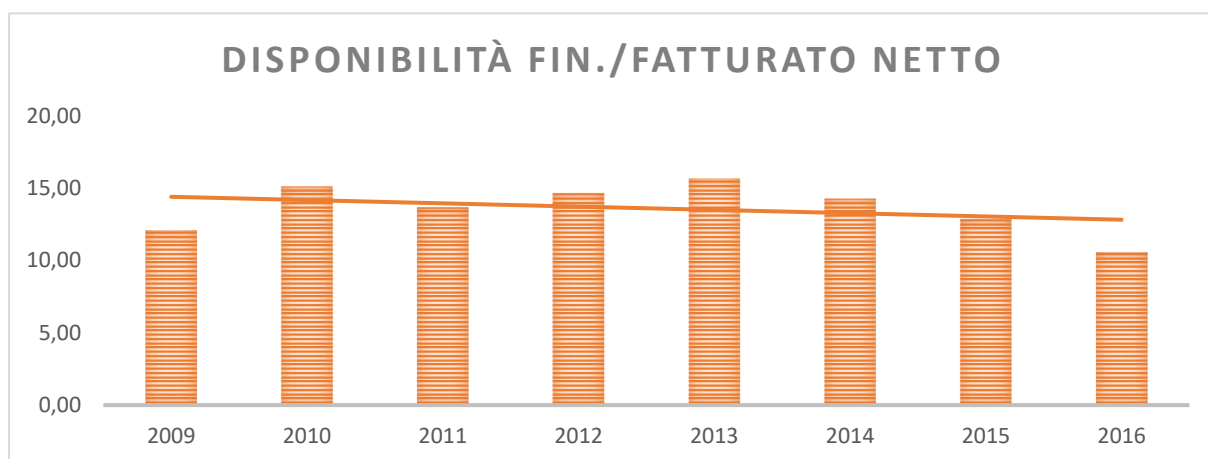


Anche negli Stati Uniti il settore del mattone ha avuto una pesante flessione dopo la crisi, e la struttura finanziaria delle imprese sembra leggermente migliore di quella delle italiane ma con trend simili: le disponibilità finanziarie negli USA scendono intorno al 12% e la PFN resta oltre il 30%. In Italia le disponibilità finanziarie raggiungono circa il 18% ma la PFN continua a scendere fino al 54%, record negativo nel 2016.

3.2.19 Legno e Mobili

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	12,09	15,09	13,65	14,63	15,64	14,25	12,84	10,59
PFN/ fatturato netto	-38,53	-40,06	-38,35	-41,71	-40,33	-40,79	-38,09	-37,42

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

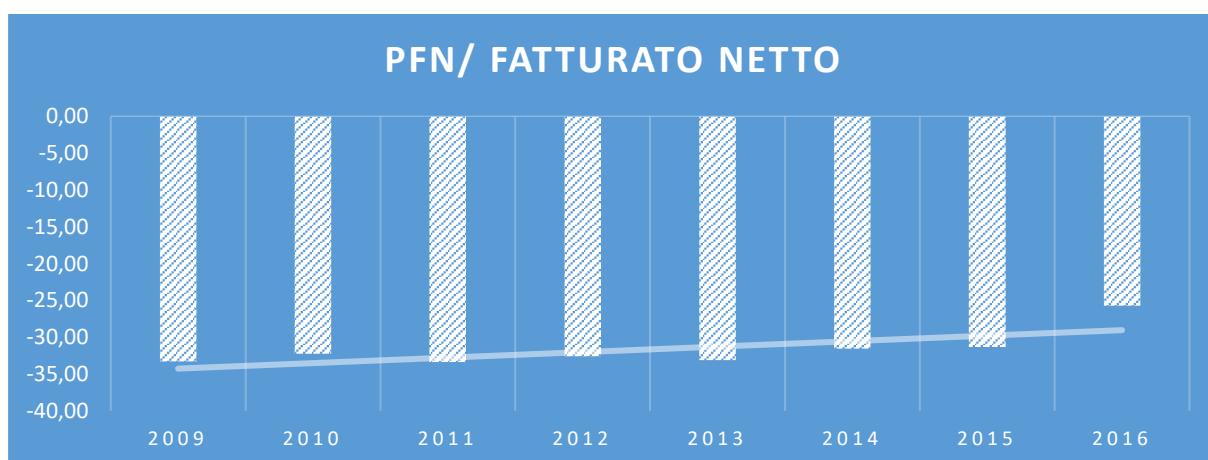
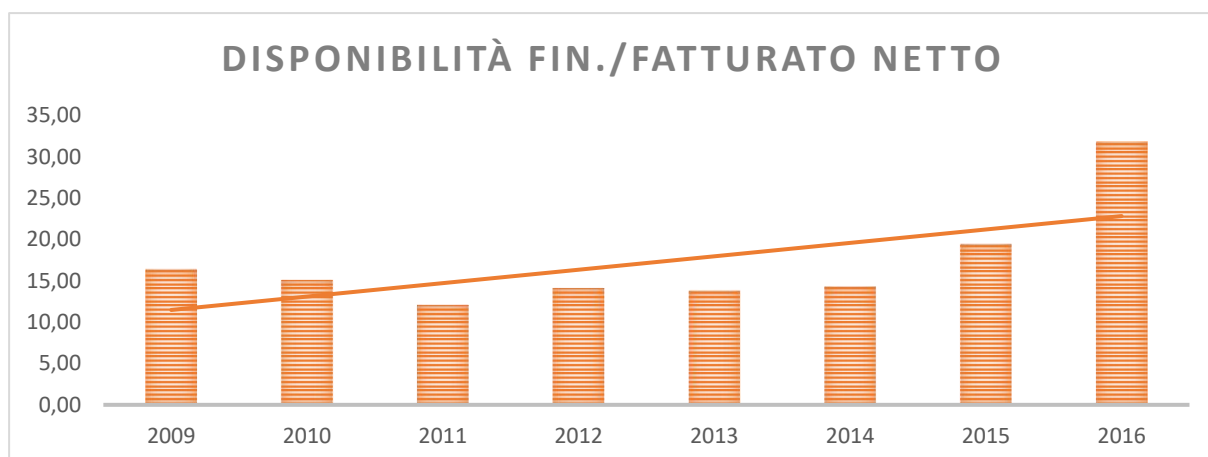


Il trend dei due parametri non è così chiaro: le disponibilità finanziarie tendono a diminuire e la PFN a migliorare, ma i margini sono minimi; in Italia le disponibilità crescono all'8%, mentre la PFN migliora attorno al 24%; dunque le differenze tra i due paesi non sono abissali.

3.2.20 Meccanico

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	16,40	15,09	12,09	14,14	13,81	14,33	19,45	31,83
PFN/ fatturato netto	-33,30	-32,28	-33,37	-32,62	-33,14	-31,55	-31,33	-25,73

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

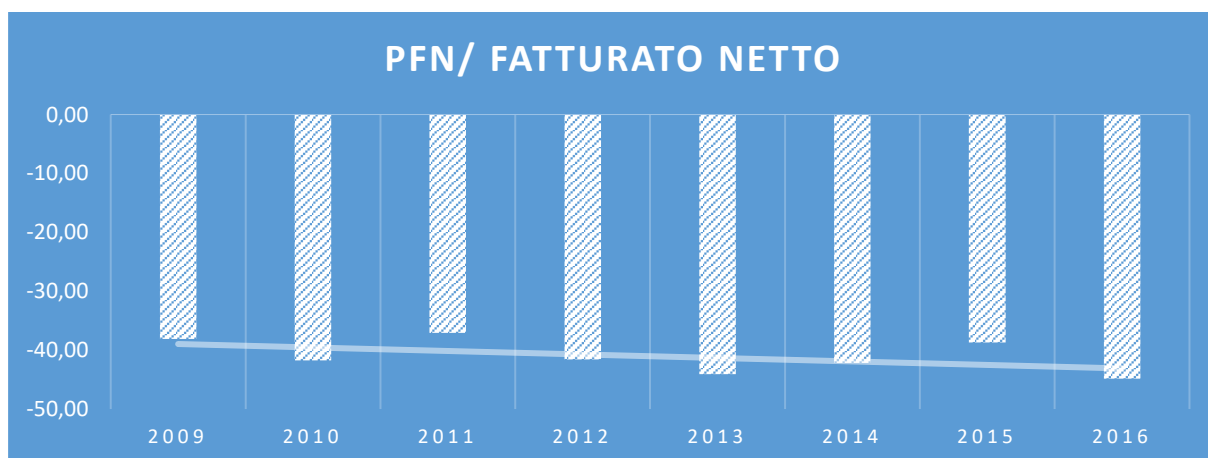
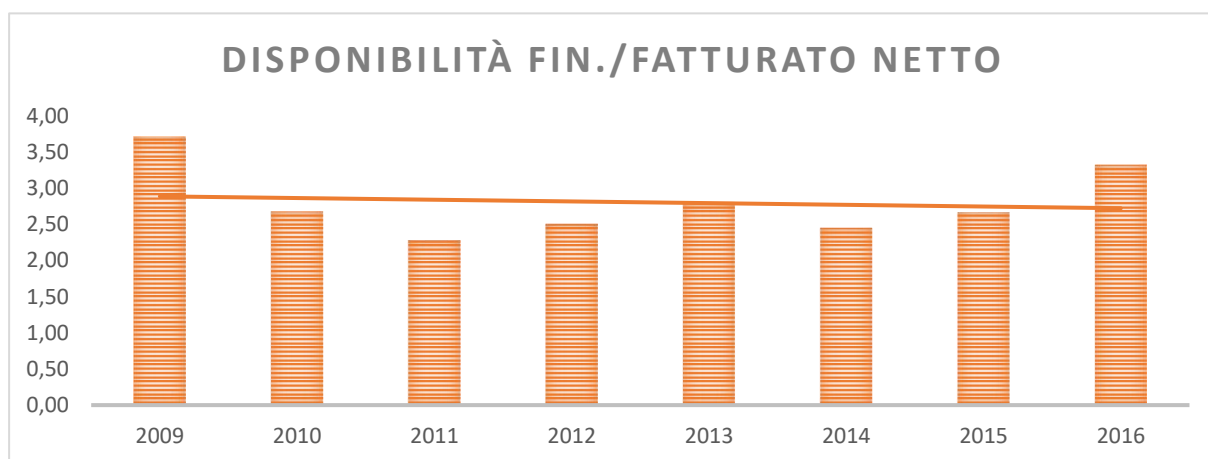


I trend statunitensi sono tutti in miglioramento, così come le disponibilità finanziarie italiane ma su livelli di partenza diversi: negli USA sale fino al 32%, mentre in Italia al 12%; per quanto riguarda la PFN, invece, quella americana si alleggerisce al 26%, mentre in Italia tende a crescere rispetto agli anni precedenti ma sempre su livelli inferiori del nuovo continente, e nel 2016 arriva al 19%.

3.2.21 Metallurgico

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	3,71	2,68	2,28	2,51	2,80	2,45	2,67	3,32
PFN/ fatturato netto	-38,08	-41,77	-37,05	-41,59	-44,07	-42,17	-38,69	-44,84

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

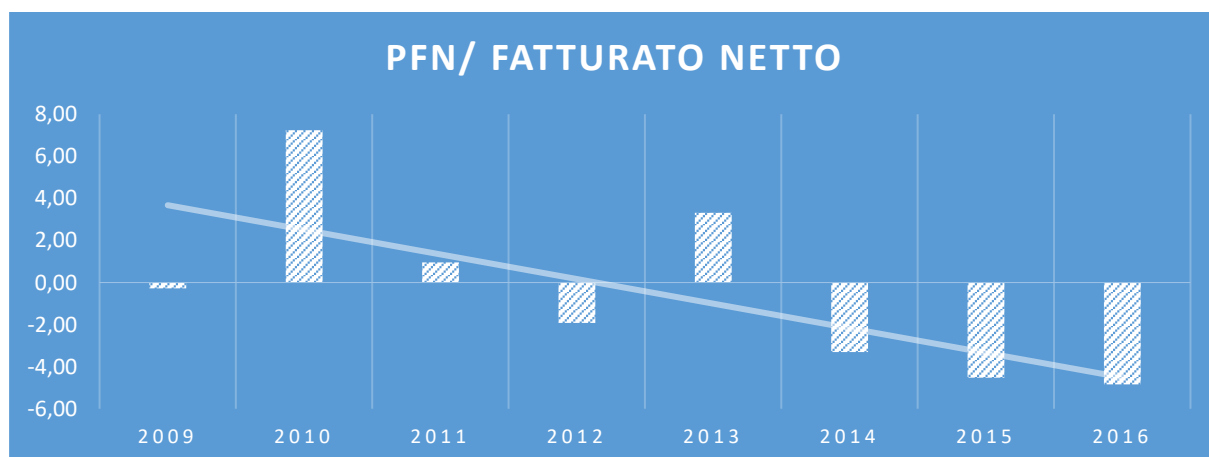
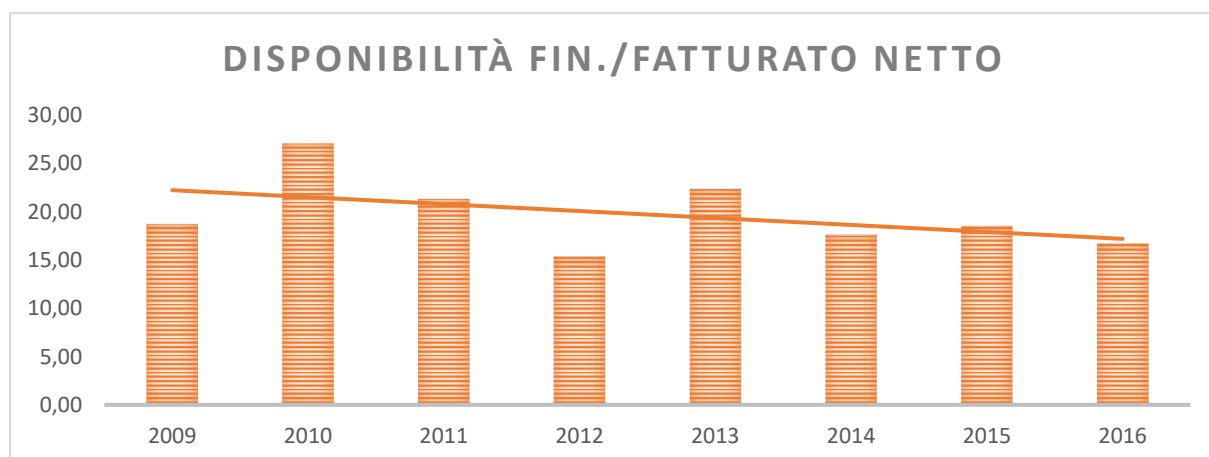


Per entrambi i paesi le disponibilità finanziarie hanno un ruolo marginale nel metallurgico, con l'Italia in vantaggio al 6% circa nel 2016. La PFN è in leggero peggioramento negli USA fino a quasi il 45% del fatturato, mentre in Italia è abbastanza costante intorno al 25%. Le imprese americane si confermano essere le più indebitate.

3.2.22 Pelli e Cuoio

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	18,70	27,06	21,34	15,37	22,36	17,66	18,54	16,72
PFN/ fatturato netto	-0,28	7,25	0,96	-1,92	3,32	-3,31	-4,52	-4,83

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

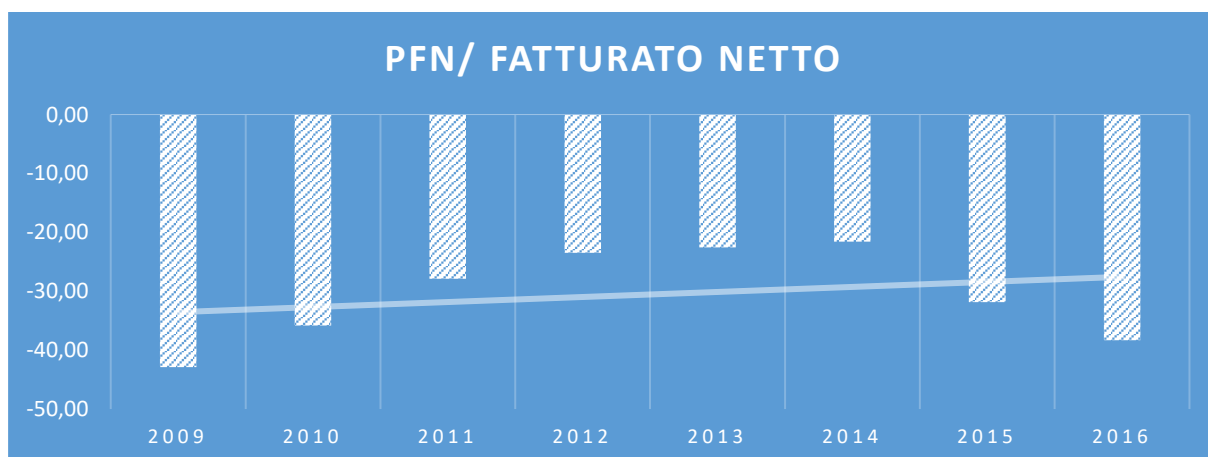
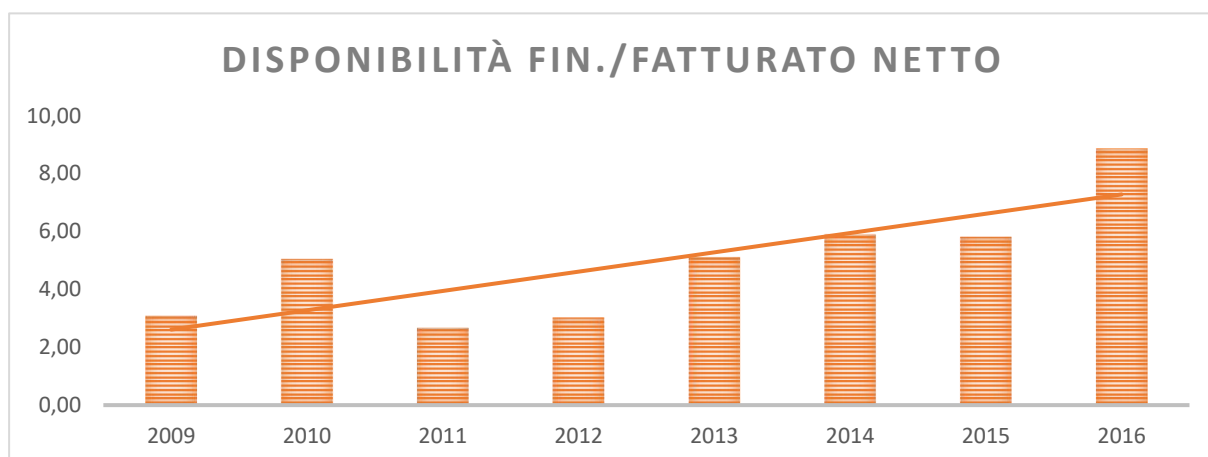


Le imprese che trattano di pelli e cuoio in Italia attribuiscono un ruolo marginale alle disponibilità finanziarie, massimo del 7,55% nel 2015, con una PFN in miglioramento pur calando nel 2016 intorno al 19%. Negli Stati Uniti le stesse imprese diminuiscono le disponibilità finanziarie che pur restano alte intorno al 17% mentre la PFN oscilla tra valori positivi e negativi costituendo un unicum in questa rilevazione.

3.2.23 Petrolio e Combustibili fossili

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	3,10	5,05	2,67	3,03	5,11	5,90	5,82	8,87
PFN/ fatturato netto	-42,89	-35,84	-27,90	-23,48	-22,55	-21,59	-31,83	-38,33

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

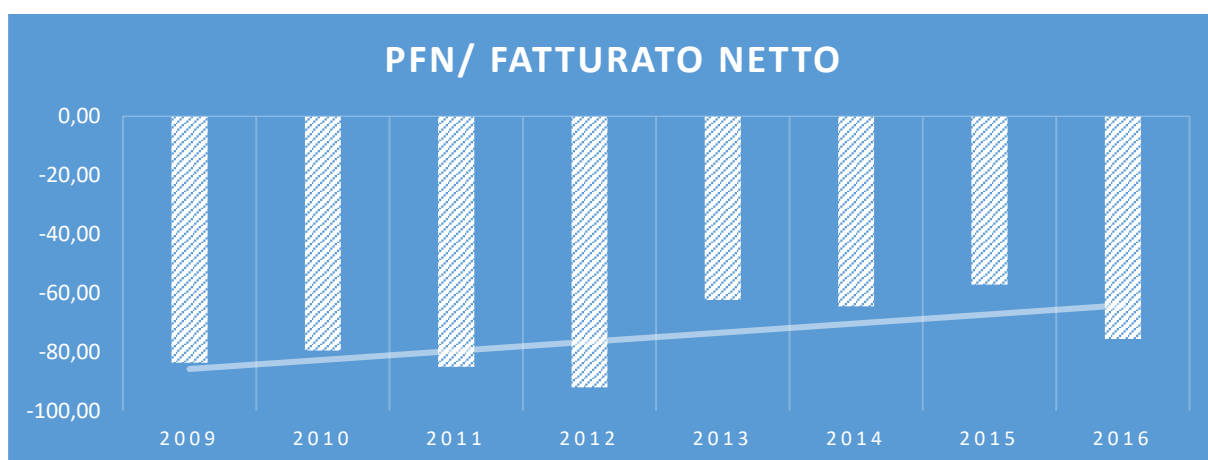
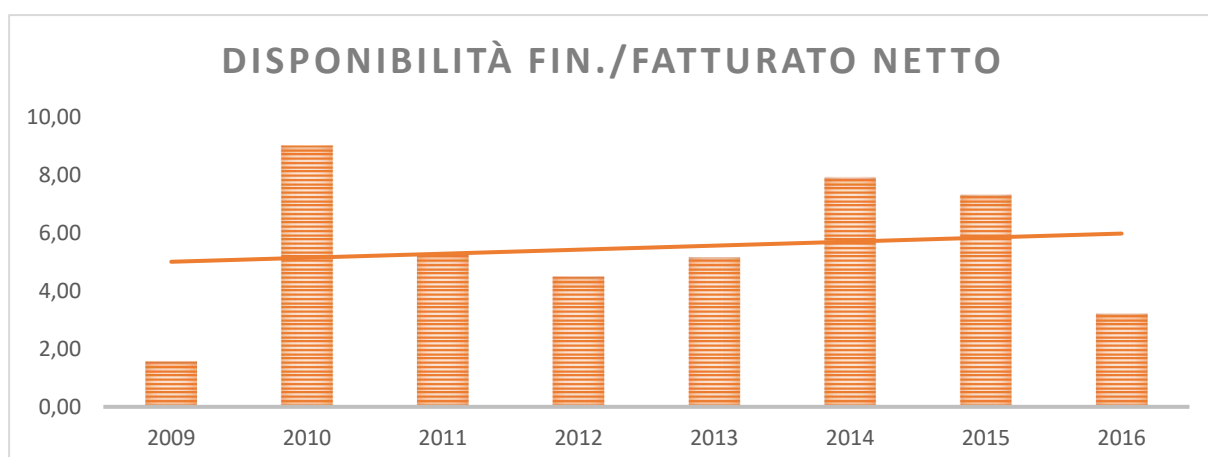


Nel settore petrolio e altri combustibili si nota una crescita delle disponibilità finanziarie, appena del 9% negli USA contro il 17% in Italia, mentre per la PFN si migliora in entrambi i paesi secondo la linea di tendenza, seppur segnino una performance negativa nel 2016 con il 38% rispetto al fatturato negli Stati Uniti e in Italia del 26%.

3.2.24 Prodotti per l'edilizia

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	1,56	9,02	5,27	4,50	5,16	7,91	7,32	3,22
PFN/ fatturato netto	-83,67	-79,52	-85,14	-92,01	-62,37	-64,57	-57,14	-75,61

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

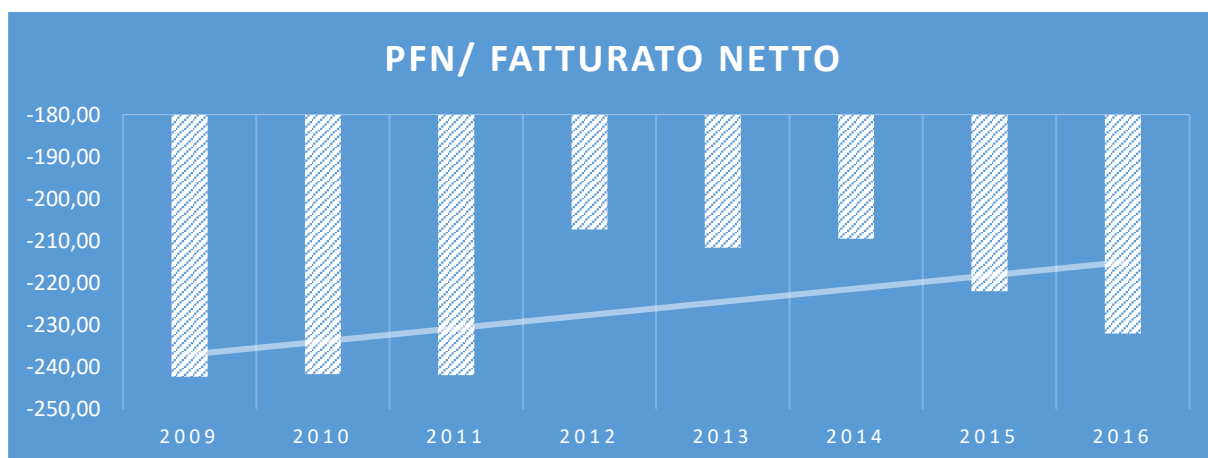
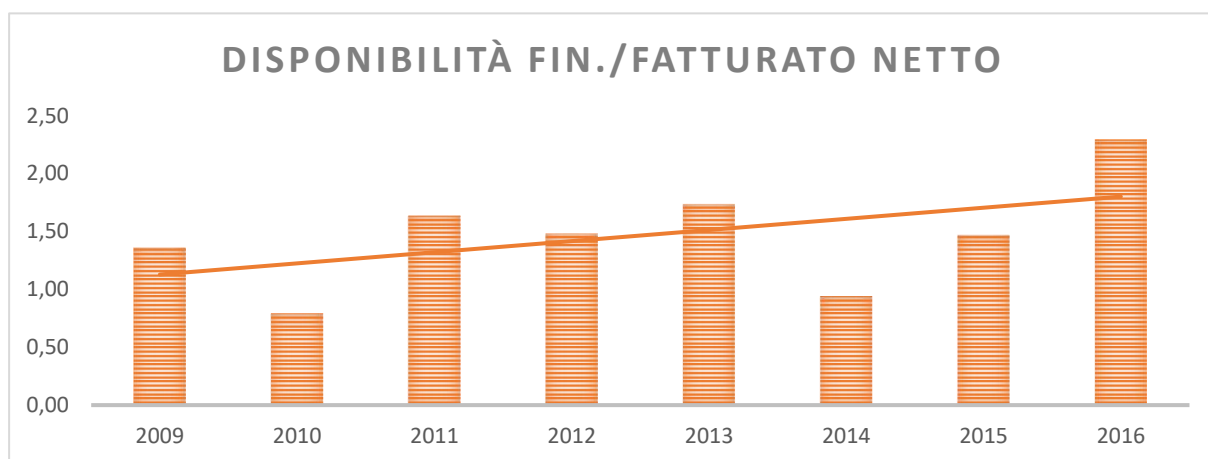


I prodotti per l'edilizia confermano di essere un settore difficile, visto l'andamento scostante dei parametri in esame. Le disponibilità finanziarie vestono un ruolo marginale in America, mentre in Italia arriva al 20% nel 2016; la PFN tende a migliorare nel nuovo continente anche se nel 2016 peggiora al 76%, mentre in Italia c'è un aumento dei debiti costante con una PFN che arriva al 96% nel 2016.

3.2.25 Servizi di pubblica utilità

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	1,36	0,79	1,64	1,48	1,74	0,94	1,47	2,29
PFN/ fatturato netto	-242,34	-241,74	-241,97	-207,29	-211,62	-209,53	-222,02	-232,07

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

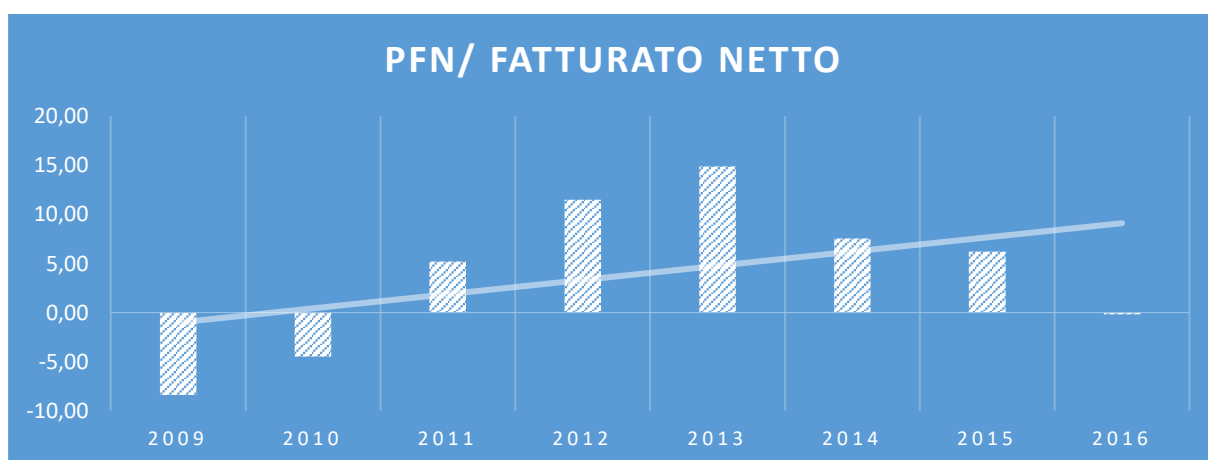
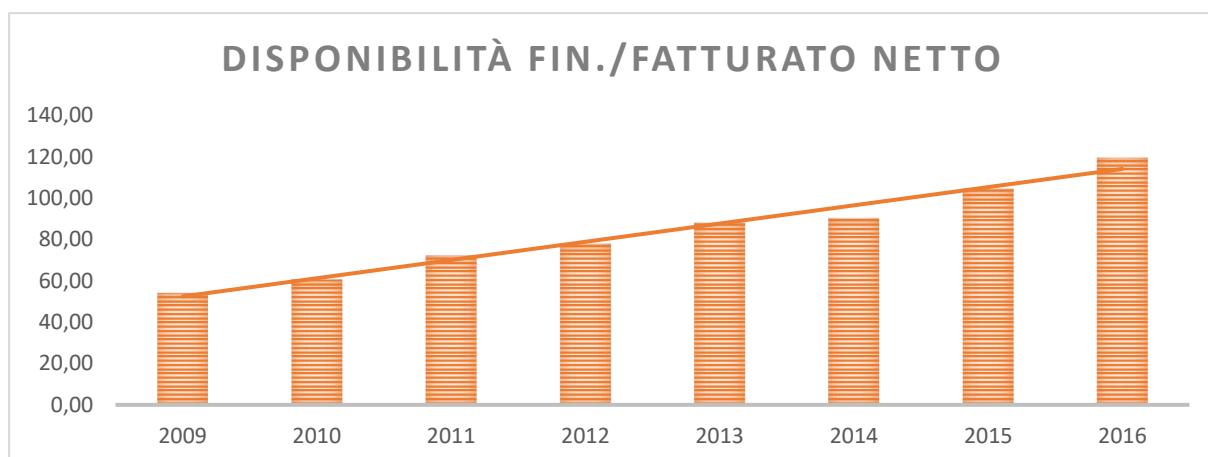


Nei servizi di pubblica utilità si notano le maggiori differenze tra i due paesi: disponibilità finanziarie in Italia che raggiungono quasi il 42% e una PFN in miglioramento ma ancora a più del 170% del fatturato. Negli Stati Uniti la situazione è più pesante: disponibilità finanziarie bassissime, 2% nel 2016, PFN oltre il 230% del fatturato.

3.2.26 Stampa ed Editoria

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	54,03	60,45	72,09	77,82	87,84	90,08	104,26	119,32
PFN/ fatturato netto	-8,40	-4,47	5,21	11,51	14,90	7,56	6,21	-0,17

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

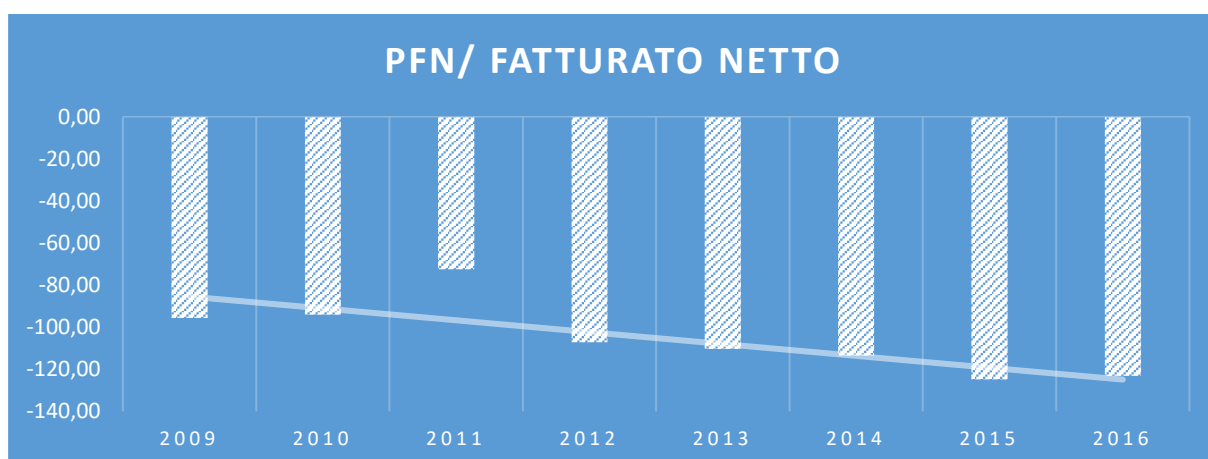
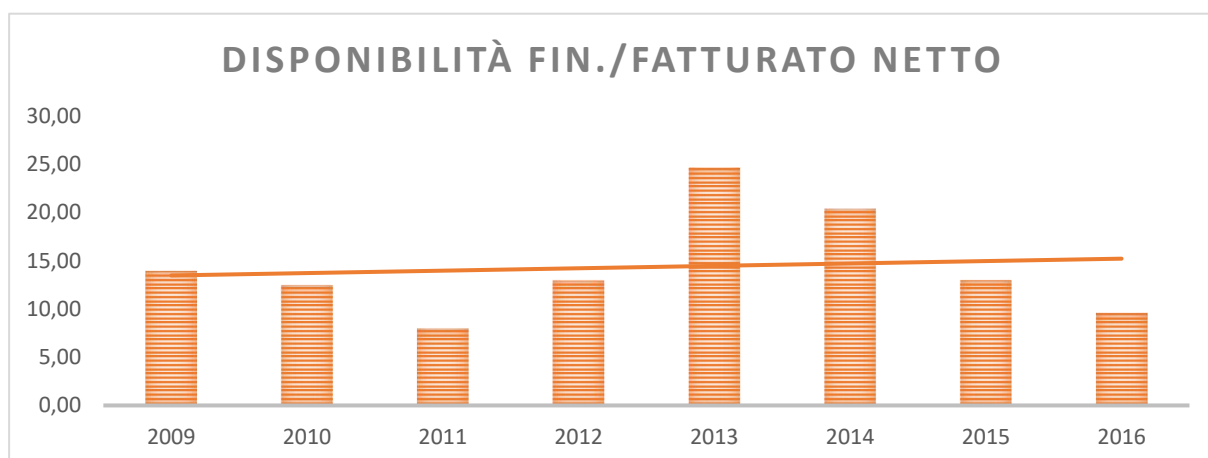


La stampa si guadagna il merito di essere il settore più interessante. Visto l'incremento della tecnologia nella fruizione dei canonici prodotti del comparto, le imprese oltreoceano sembrano essere corse ai ripari tenendo una PFN rasente il pareggio e delle disponibilità finanziarie enormi, oltre il 119% nel 2016. Sembra questa la risposta alle difficoltà del settore, che invece in Italia vede delle disponibilità finanziarie in crescita intorno al 15% e una PFN in peggioramento intorno al 49%.

3.2.27 Telecomunicazioni

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	13,91	12,44	7,97	12,92	24,60	20,34	12,95	9,56
PFN/ fatturato netto	-95,62	-94,08	-72,46	-107,22	-110,38	-113,59	-124,87	-123,20

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

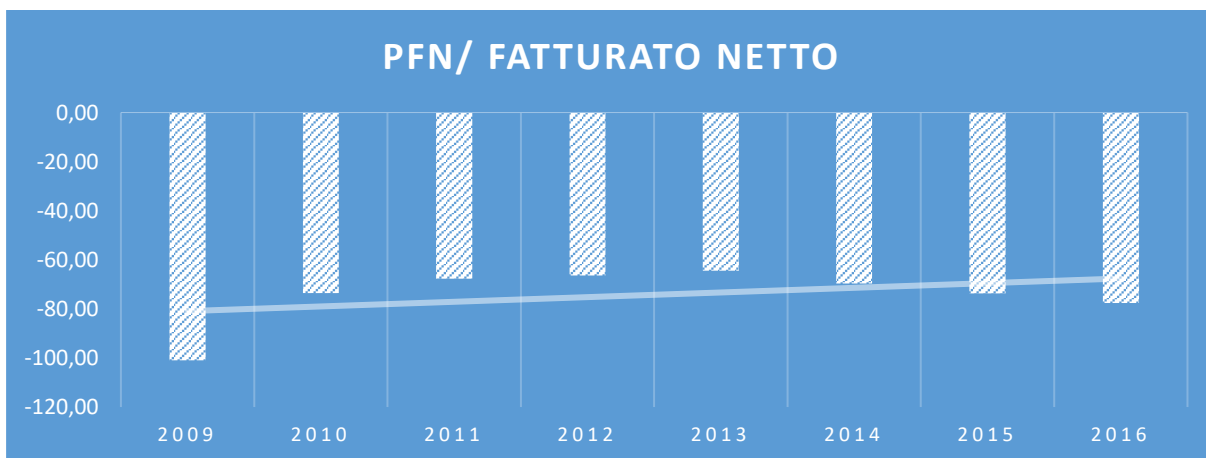
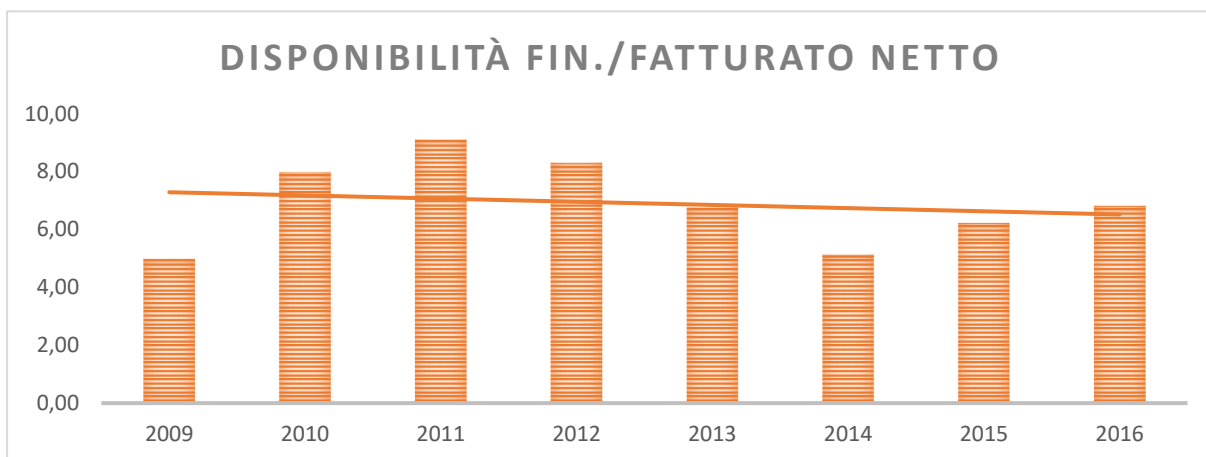


Il settore delle telecomunicazioni vede valori simili a quelli visti in Italia: disponibilità finanziarie intorno al 10% per entrambi, anche se negli USA in leggera crescita, e PFN in leggero calo attorno al 146% in Italia contro il 123% statunitense che però sta peggiorando tendenzialmente di più che in Italia.

3.2.28 Tessile

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	4,97	7,95	9,08	8,29	6,76	5,12	6,22	6,81
PFN/ fatturato netto	-101,01	-73,59	-67,71	-66,44	-64,39	-69,63	-73,66	-77,65

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

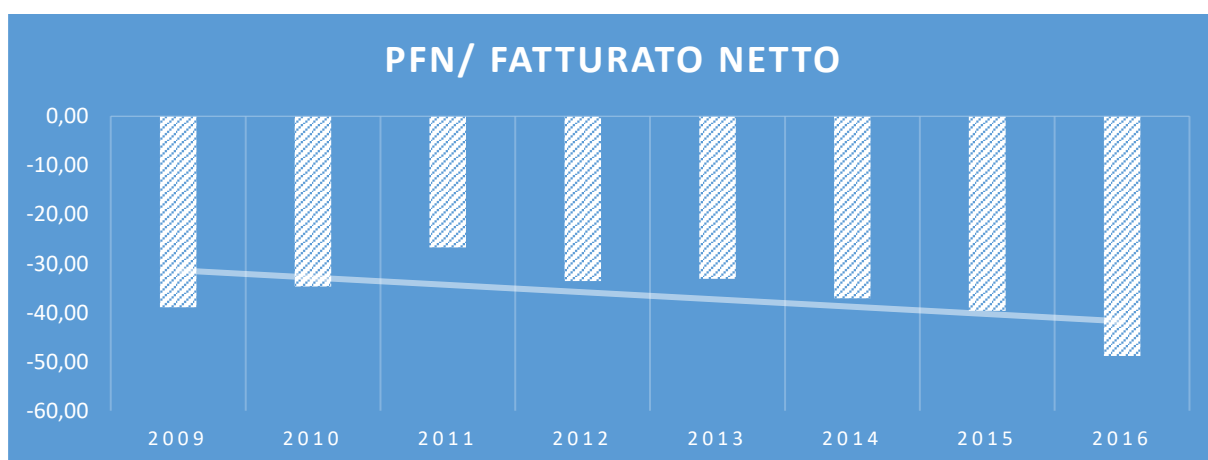
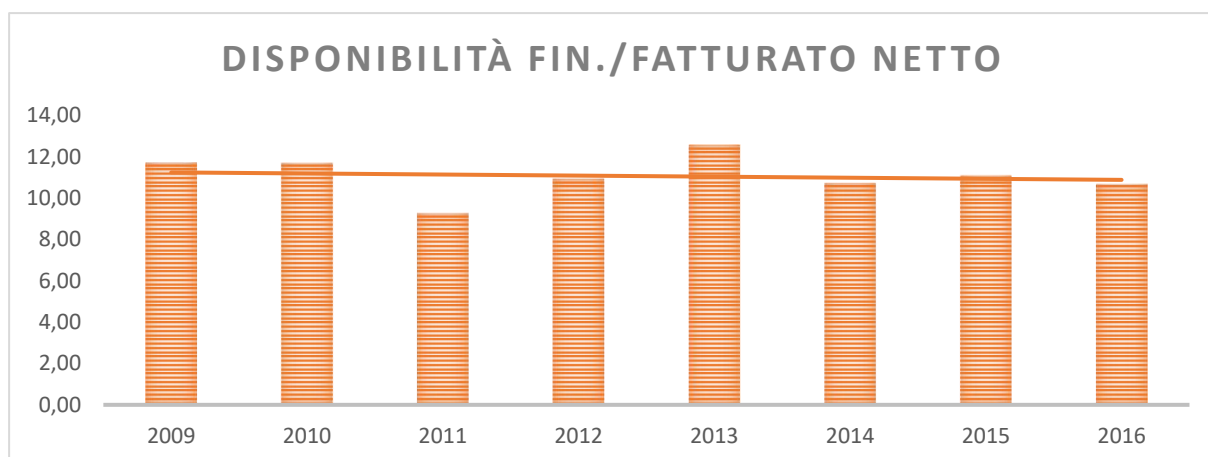


In questo settore i valori tornano ad essere molto distanti: disponibilità finanziarie in Italia grosso modo doppia rispetto agli americani (13% contro il 7%) e PFN italiana in netto miglioramento intorno al 15% contro un trend in miglioramento ma distante al 77%.

3.2.29 Trasporti

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	11,69	11,67	9,24	10,91	12,55	10,70	11,06	10,64
PFN/ fatturato netto	-38,95	-34,69	-26,76	-33,58	-33,14	-37,08	-39,66	-48,85

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



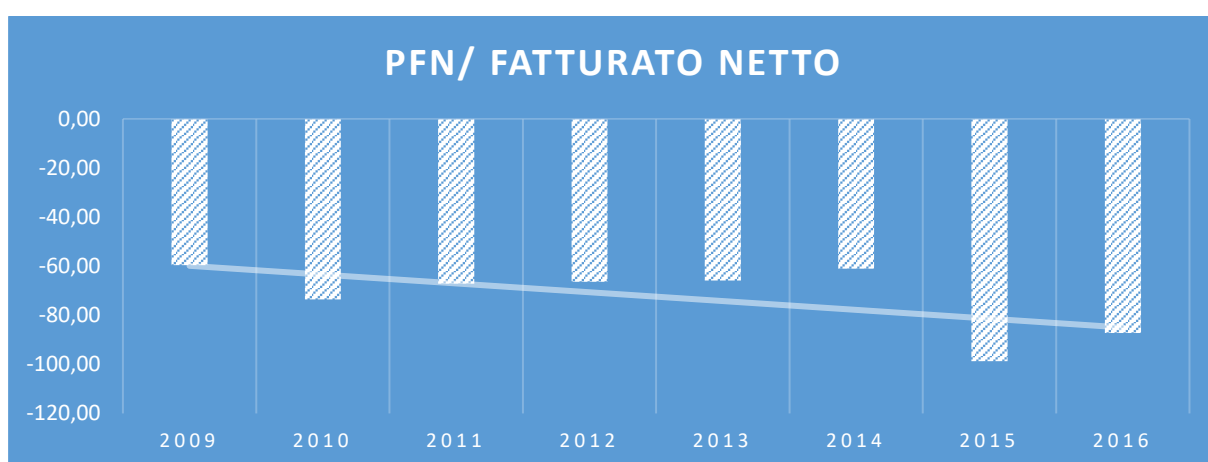
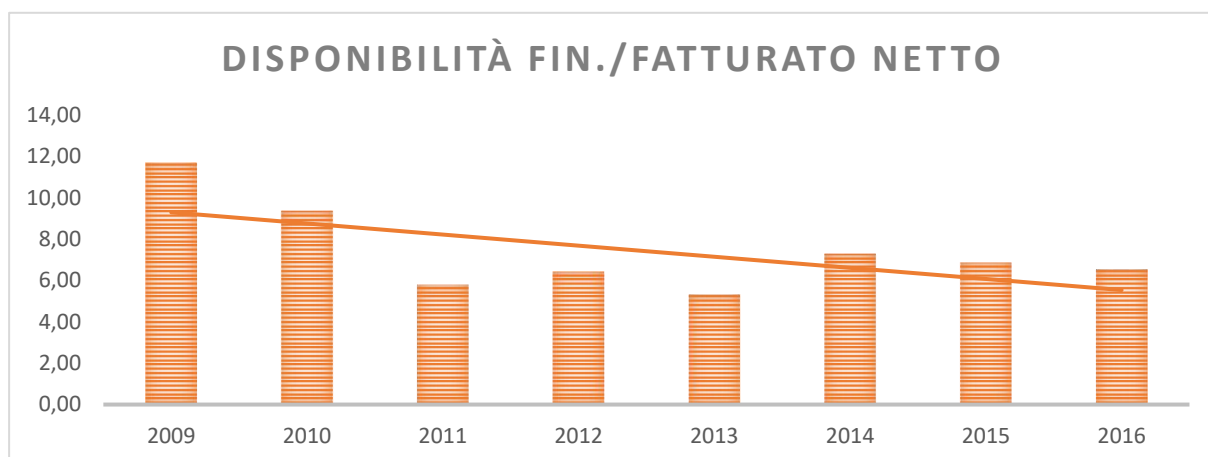
Nei trasporti i valori tendono a somigliarsi sempre di più. Negli USA le disponibilità finanziarie oscillano tra il 10% e il 12%, mentre in Italia l'escursione è molto più alta, ma

nel 2016 si raggiunge il secondo massimo dopo il 2007 al 17%. La PFN americana sta peggiorando oltre il 40%, mentre quella italiana si sta portando dall'80% nel 2007 al 60% nel 2016.

3.3.30 Vetro

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	11,69	9,37	5,79	6,43	5,32	7,30	6,86	6,55
PFN/ fatturato netto	-59,51	-73,50	-67,11	-66,33	-65,85	-61,04	-98,71	-87,27

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice

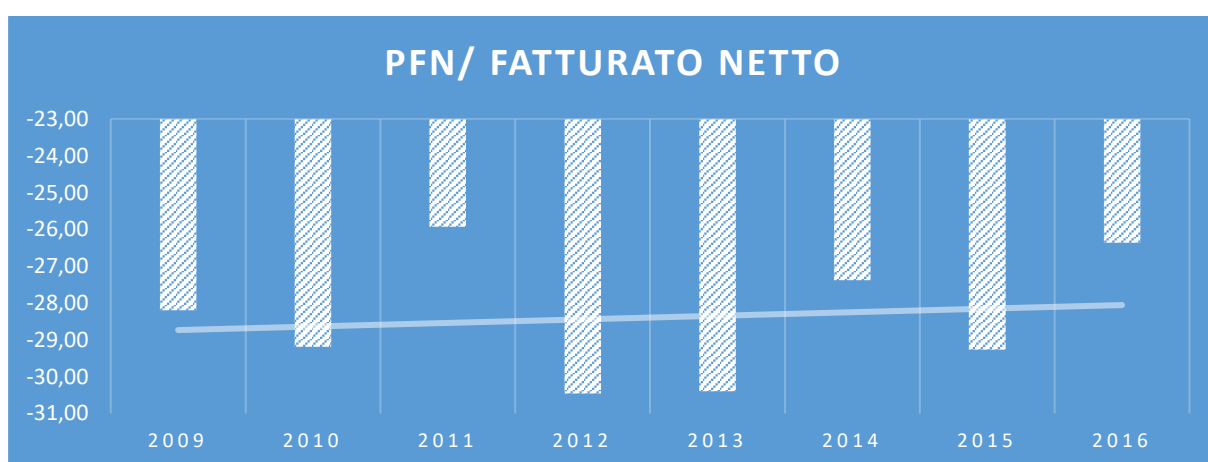
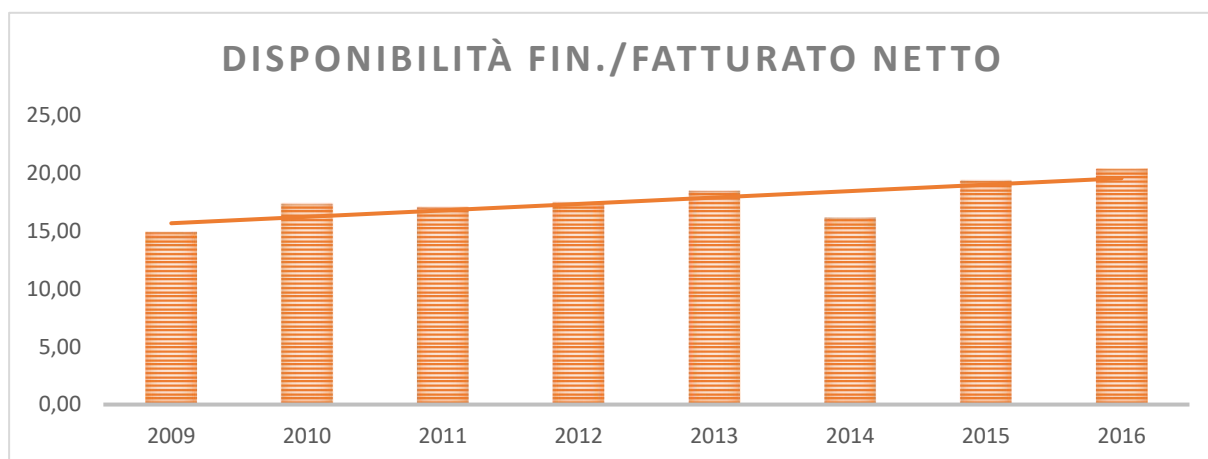


Per il vetro, le disponibilità finanziarie delle imprese italiane sono grosso modo due volte quelle americane (13,35% contro il 6,55% nel 2016) mentre la PFN italiana è in leggero miglioramento attorno al 36% contro il peggioramento oltre l'80% di quelle americane.

3.3.31 Società diverse

Indici	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Disponibilità f./ fatturato netto	14,88	17,30	16,99	17,42	18,42	16,12	19,30	20,33
PFN/ fatturato netto	-28,20	-29,18	-25,93	-30,46	-30,39	-27,38	-29,26	-26,36

Disponibilità, PFN e fatturato netto = per il calcolo si veda l'appendice



Difficile fare un confronto tra le società diverse italiane e americane visto l'enorme calderone che comprende questo insieme e l'impossibilità di confrontare i sottosettori.

Interessante notare che nella casualità del campione scelto, tendenzialmente le osservazioni di questo gruppo hanno delle disponibilità finanziarie tre volte di quelle italiane ma una PFN sostanzialmente in linea al 26%.

3.3 Conclusioni

In questo capitolo si è confrontato il campione di Mediobanca analizzato precedentemente con un campione statunitense tratto dalla piattaforma Orbis e suddiviso nei medesimi settori. Lo scopo era quello di capire qualcosa di più sull'andamento della liquidità (e logicamente della PFN), ovvero sapere se è davvero in corso una crescita globale o solo locale, in che proporzione e se c'è una regola generale da cogliere sulla base dei dati raccolti. Ebbene, in prima battuta emerge che la *crescita della liquidità* sia un fenomeno che in media contraddistingue tutto il tessuto imprenditoriale statunitense, e a livelli più alti di quelli italiani: il grafico sui dati cumulativi mostra un trend in ascesa con punte del 15% contro l'11% italiano nel 2016. Tuttavia, la crescita che si nota in Italia è accompagnata anche da un calo via via negli anni dei debiti finanziari, portando ad un alleggerimento della PFN dal circa 30% al 25% del fatturato; ciò, invece, non si può dire per il caso americano, che segna un peggioramento consistente, soprattutto nel biennio 2015-2016, arrivando ad oltre il 48% del fatturato. A livello aggregato è difficile poter spiegare questo risultato, però due elementi vanno tenuti in considerazione: innanzitutto c'è una disparità enorme tra settori (si pensi, ad esempio, ai servizi di pubblica utilità in confronto alla stampa), e taluni di questi, inglobando le statistiche di poche imprese, subiscono un'influenza tale dalle imprese più grandi da probabilmente inficiare parte della ricerca. Ovviamente questo fa parte del gioco, poiché il campione è casuale e ha al suo interno meno di 700 aziende: di conseguenza alcuni settori non hanno sufficienti osservazioni per determinare un trend statisticamente significativo per tutta la popolazione del comparto. Se si considerano il caseario, il dolciario, il cartario, gli elettrodomestici e apparecchi tv, la gomma e cavi, l'impiantistico, i prodotti per l'edilizia, il tessile e il vetro, ci si accorge che hanno al massimo un paio di osservazioni al loro interno, e dunque risulta difficile fare confronti col caso italiano. Attenzione che questo non significa che l'analisi sviluppata in questa sede sia stata inutile! Al contrario, in molti altri settori si denotano differenze macroscopiche che meritano un maggiore

approfondimento e che possono perfino essere prese come spunto per nuovi elaborati. Un secondo aspetto da menzionare è più tecnico: in Italia purtroppo le conoscenze finanziarie in possesso della popolazione e degli imprenditori sono tra le più scarse in Europa, e questo storicamente ha significato una forte dipendenza delle imprese (frutto talvolta di cieca fiducia) al mondo bancario e una bassa attitudine alla sperimentazione di nuove fonti di finanziamento (si pensino ai minibond, alle opzioni per la copertura dai rischi, alle cryptocurrency, ecc.). A braccetto con questo tratto culturale e con un sistema imprenditoriale costituito al 99% da PMI e dal 95% con meno di 10 addetti¹⁰⁵, la crisi economica del 2008-2009 ha trovato terreno fertile in Italia e ha sconvolto naturalmente anche altre economie avanzate nel mondo, segnando la condanna a morte di molti business e ancor di più distruggendo la vita di migliaia di persone. Tuttavia, mentre gli Stati Uniti sono autonomi nel guidare la propria politica monetaria tramite la FED e perciò liberi di stampare la propria moneta qualora lo ritengano necessario, l'Italia, appartenendo all'UE, demanda alla BCE l'incarico di promuovere le politiche monetarie. Nel 2012, l'instaurazione di un regime di austerità sotto la pressione degli impegni europei, animati dalla crescente instabilità e preoccupazione sui mercati finanziari, ha ulteriormente irrigidito un sistema economico di per sé già contratto ma ha anche palesato la necessità di riformare il mondo bancario a tutela dei cittadini e delle imprese affinché simili cataclismi non si ripetano in futuro. L'iter legislativo tuttora in corso sia in Italia che in Europa per rendere più trasparente tutta l'attività bancaria e la promozione di più severi controlli sui suoi rischi, hanno comportato in questi anni una pesante limitazione ai servizi di prestito e di accensione di mutui a lungo termine, con richieste di garanzie difficilmente sostenibili per le piccole imprese e le microimprese italiane. Di recente la tanto agognata ripresa economica sembra alle porte, grazie ai numerosi segnali di recupero in termini di consumo e di domanda sul mercato, a tutto vantaggio delle imprese. Tuttavia sembra logico aspettarsi che, dopo anni di difficoltà, gli imprenditori italiani desiderino più che mai efficientare la propria struttura finanziaria, e slegarsi da tutto ciò che non possono controllare, proprio come il mondo bancario.

¹⁰⁵ Si veda: <https://www.confcommercio.it/-/le-piccole-e-medie-imprese-in-italia>.

Al contrario, spostandosi oltreoceano, il “sogno americano” (seppur in parte decaduto), il culto dell’individuo nella sua capacità di emanciparsi e nel suo diritto alla ricerca della felicità, il privato come simbolo di qualità ed efficienza, nonché espressione concreta del capitalismo e del liberalismo prodotti da questa civiltà in contrapposizione al comunismo sovietico, hanno compattato il paese dopo le tragiche conseguenze della crisi dei mutui subprime e hanno consentito di rialzare la testa in tempi relativamente brevi. Questo tipo di mentalità, di concerto con politiche monetarie espansive ottimamente affiancate da quelle fiscali, ha permesso dapprima di contrarre molto debito utile a far ripartire i consumi e dare nuova vita alle imprese, per poi in parte riassorbirlo e tornare su livelli più sostenibili: in questo modo la crisi è stata superata brillantemente e il paese è tornato a primeggiare con le superpotenze internazionali. Questo rapido excursus permette di capire che gli Stati Uniti non hanno mai perso la fede nell’identità nazionale e nei loro principi, i quali vedono l’indebitamento (non unicamente bancario ma sotto molteplici vesti) come uno strumento necessario per evolversi e progredire. Dunque questo va monitorato, gestito, ma non cancellato. Questo può spiegare perché, secondo il grafico, la PFN in rapporto al fatturato tendenzialmente sta tornando ad aumentare contrariamente a quanto accade in Italia.

Volgendo l’attenzione ai settori, di seguito si analizzano quelli più interessanti: l’abbigliamento è tra questi, e conferma quanto visto nel capitolo precedente: il rischio operativo in USA è più basso di quello europeo (confrontando i beta unlevered adjusted for cash redatti da Damodaran anche per gli Stati Uniti e disponibili in appendice o sul sito già nominato nel precedente capitolo per la classifica europea), e per questo la PFN è decisamente peggiore oltreoceano e la liquidità è inferiore.

Per quanto riguarda il chimico è più difficile spiegare i due diversi trend: in Italia è un settore in ripresa, ma le aziende tengono ancora un fatturato basso rispetto al 2008 pur di difendere i margini, la liquidità è bassa e la PFN ad un livello del circa 19%. Negli USA le disponibilità finanziarie sono in crescita e segnano valori vicini al 14% contro il 4% italiano, mentre la PFN oscilla intorno al 55%. Secondo i Beta di Damodaran non c’è molta differenza in termini di rischio tra l’Europa e gli Stati Uniti, tuttavia l’andamento economico del settore è diverso: negli USA la crisi è stata sconfitta già da tempo e il

chimico è uno dei comparti più floridi con imprese top a livello mondiale.¹⁰⁶ Similmente al settore farmaceutico e cosmetico, il chimico ha una PFN peggiore di quella italiana solamente perché negli Stati Uniti ci sono grandi investimenti in ricerca, cosa che purtroppo accade meno in Italia.

Altro settore critico è quello della distribuzione al dettaglio: in questo comparto va detto che c'è una enorme differenza a livello di fatturato e di dimensione di imprese: in Italia, come detto in precedenza, prevalgono le PMI con un business organizzato in maniera tradizionale. Nel campione americano c'è un'influenza pesantissima di Walmart e Kroger, i primi due supermercati per importanza del paese, che sono imprese quotate e ormai multibusiness (soprattutto ora che Walmart ha acquisito il colosso delle vendite online in India Flipkart per competere con Amazon¹⁰⁷). Secondo le tabelle stilate da Damodaran il sottosettore "retail (grocery and food)" americano (dove per l'appunto spiccano le due imprese sopracitate) è meno rischioso di quello europeo (la particolare attenzione posta all'agricoltura biologica, a prodotti a km 0, ecc. è un fenomeno tipicamente italiano ed europeo) e questo aiuta a capire perché la liquidità in America è più bassa. All'interno del campione della distribuzione al dettaglio è interessante notare che le aziende con più alta liquidità sono quelle che si occupano di moda, come Foot Locker inc., o Abercrombie & Fitch Co per citarne alcune.

Anche l'elettronico è un comparto con forti differenze: qui si conferma quanto esplicitato da Moody's per la tecnologia. La liquidità è molto alta per il rischio operativo elevato (simile tra USA e Europa), ma probabilmente questo settore in Italia soffre ancora del calo della domanda in seguito alla crisi, viste le cattive performance in termini di fatturato e di MOL e MON, e quindi fa fatica a reagire e ad accumulare nuove disponibilità finanziarie.

Per quanto riguarda il petrolio e altri combustibili, in entrambi i paesi la PFN ha un andamento scostante nel tempo anche se non a livelli particolarmente critici, ma il dato più importante è che la liquidità (sempre in simbiosi) sta crescendo esponenzialmente. Questo è un fatto molto interessante ed è logica conseguenza di quanto accade a livello geopolitico: il rischio operativo è cresciuto molto a causa delle tensioni sui mercati per il

¹⁰⁶ Si veda: <https://www.statista.com/topics/1526/chemical-industry-in-the-us/>.

¹⁰⁷ Si veda: <https://www.bbc.co.uk/news/world-asia-india-44064337>.

costo del barile. Infatti proprio negli USA di recente sono state inventate delle nuove tecnologie per la trivellazione in grado di sfruttare giacimenti meno puri ma che per questo fino a poco tempo fa non erano né accessibili né utilizzabili. Il rovescio della medaglia è stata la lievitazione dei costi di raffinazione, per cui da un lato è presente effettivamente una maggiore offerta di petrolio sul mercato, ma ad un prezzo ben più alto. Per non perdere quote di mercato l'Opec, grazie ai suoi immensi giacimenti facilmente accessibili anche con le tecniche classiche, ha potuto abbassare i prezzi e mandare fuori mercato i concorrenti statunitensi. Il prezzo del greggio è un indicatore che influisce su molti mercati, dunque è inevitabile aspettarsi ancor di più da parte delle imprese del settore una reazione pressoché istantanea alle variazioni del rischio operativo in termini di liquidità.

I servizi di pubblica utilità sono un altro settore dalle differenze macroscopiche tra i due paesi. Ovviamente va tenuto conto del fatto che le imprese del campione in questo comparto sono solamente cinque e che dunque è difficile pensare che da sole possano rappresentare un'intera popolazione in maniera statisticamente accettabile e perciò confrontabile con l'analogo di Mediobanca. Tuttavia il trend è decisamente diverso da quello italiano: qui le disponibilità finanziarie arrivano a malapena al 2% contro il 40% di quelle italiane e la PFN si mantiene a livelli vicini al 230% contro il 170% italiano e un trend in ascesa. Se il rischio del settore tra i due paesi sembra assolutamente equiparabile basandosi sulle tabelle di Damodaran, probabilmente la motivazione di questa diversità può essere l'aspetto culturale e macroeconomico con cui si è introdotto questo paragrafo. Le imprese americane qui analizzate, infatti, sono tutte pubbliche e quotate: dunque solo delle buone prestazioni economiche accompagnate dall'affidabilità e dalla ottima reputazione americana permette a queste imprese di mantenere un livello di indebitamento così elevato rispetto al caso italiano.

Ultimo settore degno di nota è quello della stampa e dell'editoria. In questo campo gli americani sembrano aver anticipato l'andamento altalenante del settore: le disponibilità finanziarie sono superiori al 100% e la PFN oscilla tra l'attivo e il passivo. Questa strategia permette di difendersi dalle escursioni della domanda, la quale può danneggiare l'impresa quando cala bruscamente (come in questa fase storica in cui il giornale fisico ha molte meno richieste mentre l'edizione online è in rapida ascesa), ma anche di attaccare e

conquistare fette di mercato o acquisire competitors in difficoltà con la liquidità in eccesso. In Italia, invece, le imprese sembrano ancora in balia del mercato a causa delle scarse prestazioni economiche del settore e la sua inevitabile trasformazione a causa dell'accelerazione tecnologica globalmente in atto, e non in grado pienamente di rivoluzionare di conseguenza in maniera efficace la propria offerta.

Per quanto riguarda gli altri settori c'è una buona somiglianza tra i due paesi per quanto attiene l'energia e il gas, le telecomunicazioni e i trasporti; altri settori, pur con storie alle spalle molto diverse, stanno convergendo verso posizioni simili: è il caso del meccanico, del metallurgico, delle imprese di costruzione, del legno e del mobile. Invece, a causa della limitatezza delle osservazioni, diventa meno interessante osservare l'andamento del caseario, dolciario, cartario, elettrodomestici e apparecchi tv, gomma e cavi, impiantistico, prodotti per l'edilizia, tessile e vetro.

Casi limite sono il settore delle bevande, del conserviero, delle pelli e cuoio e delle emittenti radio-tv, dove essendoci un pugno di imprese a costituire la statistica, singole osservazioni di imprese particolarmente rilevanti di dimensioni rispetto alle altre (ad esempio la "J.M. Smucker company" nel conserviero, o la "Nike inc" in pelli e cuoio) influenzano pesantemente l'andamento del settore.

Conclusione finale

In questo elaborato si è proceduti dapprima con un'analisi delle principali teorie di corporate finance susseguitesi nel tempo, in un secondo momento con una doppia analisi empirica al fine di verificare l'esistenza di trend in crescita in termini di liquidità e al contempo di diminuzione dei debiti finanziari, e quali sono i fattori che li determinano. Alcune grandi società di rating e banche hanno già ipotizzato l'esistenza di simili tendenze (come riportato nell'introduzione di questo elaborato) soprattutto per quanto riguarda imprese quotate o i colossi americani della tecnologia; tuttavia fino a questo momento nessuno ha provato a dare una spiegazione di tale fenomenologia.

Riprendendo allora il filone del primo capitolo, è importante sottolineare come oggi la comunicazione sia fondamentale grazie al livello tecnologico che l'uomo è stato in grado di raggiungere. Questo permette alle informazioni di viaggiare velocissimamente, e dunque gestire una grande impresa è diventata una questione ben più complessa di qualche decennio addietro. La teoria del Market Timing è quanto mai attuale, vista la tempestività con cui i mercati possono venire a scoprire informazioni rilevanti riguardo un'azienda e in questo modo influenzarne le politiche economiche e finanziarie, specialmente per quelle quotate. La tecnologia ha anche il merito o la colpa di aver accorciato il ciclo di vita di numerosissimi prodotti, che vengono rivoluzionati o aggiornati sempre più di frequente, comportando grandi esborsi finanziari a carico delle imprese per rimanere competitivi. Accanto a questo, l'arena dei competitors è diventata sempre più ampia e selvaggia, accentuando l'effetto centrifugo che espelle le imprese più inette in tempi brevi, limitando il loro margine di errore. La sfida per le imprese del ventunesimo secolo è riuscire a soddisfare una domanda che muta quotidianamente, mantenendo in ordine i bilanci, evitando di rimanere in balia dei mercati, garantendo qualità, efficienza,

sostenibilità, progresso al fine di vivere al meglio l'oggi ma con la responsabilità di restituire alle generazioni future un mondo più ricco e non più povero di quello che hanno trovato. La velocità con cui la globalizzazione e la competizione proveniente da ogni angolo della terra comprime le imprese, le obbliga ad essere per costruzione elastiche e dinamiche, abili a rispondere tempestivamente agli stimoli esterni. Per fare ciò, questo elaborato mette in luce che le imprese italiane e in parte quelle americane stanno modificando geneticamente la propria dipendenza dalle banche aumentando le riserve di liquidità e diminuendo l'esposizione debitoria. La velocità e la globalizzazione sono oggi i principali responsabili della crescita del rischio operativo della maggior parte dei settori, chiaramente in proporzioni e tempi diversi a seconda delle caratteristiche distintive alla base di ogni business. In questa sede si mette a nudo empiricamente la correlazione tra rischio e liquidità: le aziende con un beta unlevered adjusted for cash più elevato (sulla base del campione di Damodaran) tendono ad aumentare il proprio tesoretto in cassa. Altre tentano la difficile strada dell'autofinanziamento, puntando alla diminuzione dei debiti finanziari. Alcune imprese, invece, puntano a fare entrambe le cose: questo comportamento rientra perfettamente nelle motivazioni elencate da J.M. Keynes nel 1936, ovvero il cuscinetto di liquidità diventa uno strumento di difesa nei casi in cui il mercato non sia stabile o in cui dei competitors cerchino un'acquisizione ostile, oppure uno strumento offensivo, ideale per conquistare nuove quote di mercato a danno delle imprese meno elastiche nel convertire l'offerta in base alle richieste della domanda; il miglioramento della PFN (idealmente fino ad essere attiva) è un altro strumento ideale per rendersi indipendenti da fattori esterni, seppur da solo non permetta di attivare le opzioni di investimento ipotizzate da Myers. E in effetti, in un mondo sempre più tecnologico, dove l'industria 4.0 sta dando vita alla quarta rivoluzione industriale che è in grado di sconvolgere la fruizione tradizionale di molteplici prodotti d'uso quotidiano, diventa fondamentale disporre di risorse per attivare forme di ricerca o per acquistare la tecnologia che qualcun altro ha già inventato e che magari in poco tempo può dar vita ad una nuova moda per il pubblico di massa e generare lautissimi profitti, fintanto che qualche competitor non crei un'altra innovazione di significato. Questa, in fondo, è la visione di innovazione distruttiva cara a Schumpeter: nella società liquida di oggi è molto valida. In perfetta armonia con tale definizione si incastona l'articolo pionieristico di Myers del

1977 sulla visione dei progetti di investimento come opzioni da attivare quando ne si ha l'opportunità (market timing). In estrema sintesi il processo che questo elaborato fa emergere è il seguente:

1. La tecnologia da una parte accorcia la vita dei prodotti, mentre dall'altra fa correre le informazioni più velocemente: possedere l'ultima tecnologia disponibile significa essere i primi a creare un'offerta che, se sfonda nel pubblico di massa, porta a profitti enormi ma che con la stessa velocità può esaurire il suo successo a causa dell'ennesima innovazione di significato.
2. Le conseguenze sono due: in primo luogo il rischio operativo della maggior parte dei settori è aumentato a dismisura negli ultimi anni; in secondo luogo un'azienda deve essere più veloce dei rivali a rifornirsi della tecnologia dirompente: una riserva di liquidità ti permette di farlo senza passare per intermediari finanziari, evitando costi di transazione che possono compromettere la validità e la convenienza dell'opzione da attivare. Per questo motivo i settori più rischiosi hanno tendenzialmente liquidità più alta.

È ovvio che ogni regola generale ha le sue eccezioni: dalle analisi dei capitoli precedenti emerge anche che per quanto un settore possa essere rischioso, non sempre le imprese che vi appartengono hanno la forza per crearsi della liquidità o per puntare all'autofinanziamento migliorando la PFN. Il motivo è che i risultati economici di alcuni comparti sono ancora troppo negativi per permettere alle aziende di voltare pagina e cambiare la loro struttura finanziaria, spesso decisamente scombussolata dalle più grandi crisi economiche avvenute nella storia dell'uomo.

Appendice

Di seguito sono presentati tutti i dati contabili dello studio di Mediobanca “dc 2017” con cui sono calcolati disponibilità finanziaria, posizione finanziaria netta, il capitale netto e i due margini $\frac{\text{Disponibilità finanziaria}}{\text{Fatturato netto}}$ e $\frac{PFN}{\text{Fatturato netto}}$. La rielaborazione è personale.

L’esposizione è la stessa vista nel testo, con la medesima divisione in settori. Sono evidenziate in giallo le somme più importanti.

Di seguito ci sono i codici Ateco adoperati da Mediobanca e un quadro sinottico che riassume le caratteristiche del campione: quante sono le imprese private, pubbliche, manifatturiere, ecc.

Per il campionamento americano, sono state elaborate le tabelle con i dati aggregati dei parametri precedenti mantenuti con la sigla originale in inglese derivanti dalla piattaforma Orbis (Cash & Cash Equivalent sono le disponibilità finanziaria, Current Liabilities sono i debiti finanziari a breve termine, i Long Term Debt sono i debiti finanziari a medio-lungo termine, Net Financial Position è la posizione finanziaria netta). Per ogni settore è stato riportato l’elenco delle aziende del campione che vi appartengono con il codice Nace rev. 2 di riferimento. Il campione complessivo è composto di 672 aziende.

Di seguito sono riportate le tabelle di Damodaran utilizzate per il confronto del rischio operativo, sia per l’Europa che per gli Stati Uniti. Tutte le categorie sono state riordinate in ordine crescente secondo il parametro Unlevered Beta adjusted for cash, utilizzato nell’elaborato per i confronti dei rischi.

Da ultimo si ricorda che il calcolo utilizzato per calcolare la PFN è: Disponibilità finanziarie- debiti finanziari a breve termine-debiti finanziari a medio-lungo termine.

Dati cumulativi

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	33.931.323	3,6	31.446.920	3,2	33.057.694	3,4	33.507.292	3,4	32.426.717	3,2	50.801.572	4,9	42.222.315	4,1	45.661.455	4,3	49.523.860	4,7	50.128.063	4,7
Titoli a reddito fisso	7.315.969	0,8	6.813.149	0,7	10.297.992	1,1	10.707.709	1,1	8.440.405	0,9	7.334.373	0,7	14.758.049	1,4	15.577.563	1,5	15.757.587	1,5	17.037.725	1,6
Disponibilità finanziarie	41.247.292	4,4	38.260.069	3,9	43.355.686	4,5	44.215.001	4,5	40.867.122	4,1	58.135.945	5,6	56.980.364	5,5	61.239.018	5,8	65.281.447	6,2	67.165.788	6,3
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	48.721.123	5,2	54.437.623	5,5	48.112.848	5,0	48.001.198	4,9	58.676.387	5,8	55.070.757	5,3	59.120.044	5,7	59.021.362	5,6	55.107.530	5,2	53.019.780	5,0
Debiti finanziari a breve v/consociate	65.447.774	6,9	58.639.106	6,0	56.489.135	5,9	58.656.935	5,9	61.416.537	6,1	72.908.597	7,1	69.779.169	6,8	69.104.584	6,6	67.351.625	6,4	55.839.370	5,2
Debiti finanziari a breve termine	114.168.897	12,1	113.076.729	11,5	104.601.983	10,9	106.658.133	10,8	120.092.924	11,9	127.979.354	12,4	128.899.213	12,5	128.125.946	12,2	122.459.155	11,6	108.859.150	10,2
Prestiti obbligazionari	49.237.644	5,2	50.411.675	5,1	60.875.838	6,3	65.705.502	6,7	64.313.633	6,4	81.018.486	7,9	90.573.115	8,8	91.556.593	8,7	86.761.426	8,2	85.827.595	8,1
Debiti finanziari v/ banche a m/l	81.596.554	8,7	92.414.415	9,4	80.723.646	8,4	76.310.390	7,7	72.220.221	7,2	65.851.155	6,4	54.150.643	5,2	51.106.967	4,9	58.273.943	5,5	60.685.597	5,7
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	38.532.469	4,1	48.565.646	4,9	58.236.473	6,0	50.374.348	5,1	50.864.286	5,1	52.518.915	5,0	50.266.528	4,9	47.040.714	4,5	48.856.539	4,6	44.304.193	4,2
Altri debiti finanziari	14.936.121	1,6	18.934.981	2,0	19.049.612	2,0	17.578.692	1,8	17.639.611	1,7	16.493.537	1,6	15.383.689	1,4	14.500.593	1,3	14.452.533	1,5	15.408.133	1,4
Debiti finanziari a m/l termine	184.302.788	19,6	210.326.717	21,4	218.885.569	22,7	209.968.932	21,3	205.037.751	20,4	215.882.093	20,9	210.373.975	20,3	204.204.867	19,4	208.344.441	19,8	206.225.518	19,4
Capitale sociale	135.684.626	14,4	138.040.942	14,1	145.253.792	15,1	147.675.085	15,0	150.134.434	14,9	154.278.683	15,0	154.404.244	14,9	157.611.324	15,0	157.326.793	14,9	162.746.602	15,3
Riserve	181.969.964	19,3	192.452.204	19,6	185.967.099	19,3	191.808.219	19,4	202.019.839	20,1	197.952.245	19,2	207.857.074	20,1	220.011.700	20,9	230.749.058	21,9	243.377.620	22,9
Risultato d'esercizio	30.958.099	3,3	26.723.362	2,7	20.353.527	2,1	31.097.569	3,1	11.139.233	1,1	16.304.329	1,6	14.070.907	1,4	16.443.235	1,6	19.986.684	2,0	24.766.480	2,3
Capitale netto	348.612.689	37,0	357.216.508	36,4	351.574.418	36,5	370.580.873	37,5	363.293.506	36,1	368.535.257	35,8	376.332.225	36,4	394.066.259	37,5	408.062.535	38,8	430.890.702	40,5
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	632.417.578	100,0	673.562.913	100,0	574.469.054	100,0	615.970.650	100,0	669.206.660	100,0	677.583.655	100,0	662.646.053	100,0	652.211.946	100,0	643.630.623	100,0	630.655.344	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mibes "dc 2017"

Società Pubbliche

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	10.860.703	3,1	10.462.749	3,2	8.112.038	2,3	8.829.023	2,5	11.282.011	3,2	24.086.527	6,2	15.237.680	4,0	19.088.627	4,9	17.858.335	4,7	17.302.365	4,6	
Titoli a reddito fisso	651.110	0,2	172.444	...	223.037	0,1	201.195	0,1	63.993	...	340.072	0,1	5.483.419	1,4	5.127.904	1,3	5.271.633	1,4	6.325.054	1,7	
Disponibilità finanziarie	11.511.813	3,3	10.635.193	3,2	8.335.075	2,4	9.030.218	2,6	11.346.004	3,2	24.426.599	6,3	20.721.099	5,4	24.216.531	6,2	23.129.968	6,1	23.627.419	6,3	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	12.658.749	3,7	9.436.045	2,6	9.410.344	2,7	7.948.674	2,3	12.047.961	3,4	12.082.220	3,1	12.246.713	3,2	16.056.634	4,1	17.779.772	4,7	17.797.820	4,7	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	22.336.505	6,5	12.166.887	3,5	11.356.938	3,4	13.005.969	3,8	14.744.986	4,1	17.143.842	4,5	12.025.172	3,1	20.090.624	5,1	18.749.231	4,9	18.749.231	4,9	
Debiti finanziari a breve termine	34.995.254	10,2	21.602.932	6,1	20.767.282	6,1	20.954.643	6,1	26.792.947	7,5	29.226.062	7,6	24.271.885	6,3	36.147.258	9,2	36.529.003	9,6	36.547.051	8,7	
Prestiti obbligazionari	23.090.608	6,7	24.911.234	7,0	31.175.019	9,1	35.836.757	10,3	37.646.732	10,5	48.834.158	12,7	57.250.250	14,9	57.757.205	14,7	54.120.279	14,3	52.112.390	13,9	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	33.064.229	9,6	39.440.106	11,1	30.166.338	8,8	28.216.222	8,1	26.286.642	7,3	25.059.833	6,5	20.585.575	5,4	19.574.702	5,0	19.571.454	5,2	20.089.786	5,3	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	8.388.115	2,4	20.822.102	5,3	23.109.099	6,8	15.276.141	4,4	15.301.977	4,3	17.955.984	4,7	18.530.837	4,3	14.701.729	3,7	15.442.548	4,1	12.083.657	3,2	
Altri debiti finanziari	6.292.319	1,9	8.713.064	2,4	9.389.785	2,7	8.861.136	2,7	9.023.812	2,5	8.957.417	2,3	8.288.617	2,1	7.575.957	2,0	6.581.285	1,7	6.001.976	1,6	
Debiti finanziari a m/l/termine	70.835.271	20,6	93.886.506	25,8	93.840.241	27,4	88.190.256	25,5	88.259.163	24,6	100.807.392	26,2	104.655.279	26,7	99.609.593	25,4	95.715.566	25,3	90.287.809	24,0	
Capitale sociale	68.070.756	19,8	68.430.521	19,2	73.899.724	21,6	74.369.604	21,5	74.735.931	20,8	76.465.222	19,8	74.984.053	19,5	75.002.756	19,1	73.018.846	19,3	73.582.950	19,6	
Riserve	71.152.900	20,7	72.166.931	20,3	61.092.603	17,8	65.463.230	18,9	67.360.672	18,8	64.605.920	16,8	69.298.387	18,0	70.100.671	17,9	73.028.301	19,3	75.389.896	20,1	
Risultato d'esercizio	12.357.495	3,5	12.491.918	3,5	10.700.203	3,1	11.843.924	3,4	5.047.739	1,5	10.667.533	2,8	7.363.504	1,9	5.746.946	1,5	6.247.148	1,6	9.886.873	2,6	
Capitale netto	151.581.151	44,0	153.089.370	43,0	145.692.530	42,5	151.676.758	43,8	147.144.342	41,1	151.738.675	39,4	151.645.944	39,4	150.850.373	38,5	152.294.295	40,2	158.859.719	42,3	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	129.133.684	100,0	150.155.035	100,0	125.597.267	100,0	134.252.056	100,0	151.701.911	100,0	163.098.483	100,0	158.928.841	100,0	149.714.643	100,0	136.583.832	100,0	123.355.301	100,0	

Nota: i debiti in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres' dtc 2017*

Società Private

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	23.070.620	3,9	20.984.171	3,4	24.945.656	4,0	24.678.269	3,3	21.144.706	3,3	26.715.045	4,1	26.984.635	4,2	26.572.828	4,0	31.665.525	4,7	32.825.698	4,8	
Titoli a reddito fisso	6.664.859	1,1	6.640.705	1,0	10.074.955	1,6	10.506.514	1,3	8.376.412	1,3	6.994.301	1,1	9.274.630	1,4	10.449.659	1,6	10.485.954	1,6	10.712.671	1,5	
Disponibilità finanziarie	29.735.479	5,0	27.624.876	4,4	35.020.611	5,6	35.184.783	4,6	29.521.118	4,6	33.709.346	5,2	36.259.265	5,6	37.022.487	5,6	42.151.479	6,3	43.538.369	6,3	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	36.062.375	6,0	45.001.578	7,2	38.702.504	6,2	40.052.524	6,2	46.628.426	7,2	42.988.537	6,7	46.873.331	7,2	42.964.728	6,5	37.327.758	5,5	35.221.960	5,1	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	43.111.269	7,3	46.472.219	7,4	45.132.197	7,3	45.650.966	7,2	46.671.551	7,2	55.764.755	8,6	57.753.997	8,9	49.013.960	7,5	48.602.394	7,3	40.841.181	6,0	
Debiti finanziari a breve termine	79.173.644	13,3	91.473.797	14,6	83.834.701	13,5	85.703.490	13,4	93.299.977	14,4	98.753.292	15,3	104.627.328	16,1	91.978.688	14,0	85.930.152	12,8	76.063.141	11,1	
Prestiti obbligazionari	26.147.036	4,4	25.500.441	4,1	29.700.819	4,8	29.868.745	4,7	26.666.901	4,7	32.184.328	5,0	33.322.865	5,0	33.799.388	5,1	32.641.147	4,8	33.715.205	4,9	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	48.532.325	8,1	52.974.309	8,5	50.557.308	8,1	48.094.168	7,5	45.933.579	7,2	40.791.322	6,3	40.791.322	6,3	31.532.265	4,8	38.702.489	5,7	40.595.811	5,9	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	30.144.354	5,1	27.743.544	4,4	35.127.374	5,6	35.098.207	5,5	35.562.309	5,1	34.562.931	5,4	34.562.931	5,4	32.338.985	4,9	33.413.991	5,0	32.220.536	4,7	
Altri debiti finanziari	8.643.802	1,4	10.221.917	1,6	9.659.827	1,6	8.717.556	1,3	8.615.799	1,7	7.536.120	1,1	7.536.120	1,1	6.924.636	1,1	7.871.248	1,2	9.406.157	1,0	
Debiti finanziari a m/l/termine	113.467.517	19,0	116.440.211	18,6	125.045.328	20,1	121.778.676	19,0	116.778.588	20,4	115.074.701	17,8	116.213.238	17,8	104.595.274	15,9	112.628.875	16,7	115.937.709	16,5	
Capitale sociale	67.613.870	11,3	69.610.421	11,1	71.354.068	11,5	73.305.481	11,4	75.398.503	11,7	77.813.461	12,1	79.420.191	12,2	82.608.568	12,5	84.307.947	12,5	89.163.652	13,0	
Riserve	110.817.064	18,6	120.285.273	19,2	124.874.496	20,1	126.344.989	19,7	134.659.167	20,8	133.346.325	20,7	138.558.687	21,3	149.911.029	22,7	157.720.757	23,4	167.987.724	24,4	
Risultato d'esercizio	18.600.604	3,1	14.231.444	2,3	9.653.324	1,6	19.253.645	3,1	6.091.494	0,9	5.636.796	0,8	6.707.403	1,1	10.696.289	1,7	13.739.536	2,1	14.879.607	2,2	
Capitale netto	197.031.538	33,0	204.127.138	32,6	205.881.888	33,2	218.904.115	34,2	216.149.164	33,4	216.796.582	33,6	224.686.281	34,6	243.215.886	36,9	255.768.240	38,0	272.030.983	39,6	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	503.283.894	100,0	523.407.878	100,0	448.871.787	100,0	481.718.594	100,0	517.504.749	100,0	514.485.172	100,0	503.717.212	100,0	502.497.303	100,0	507.046.791	100,0	507.300.043	100,0	

Nota: i debiti in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres' dtc 2017*

A controllo estero

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	9.804.990	3,1	9.573.810	3,0	10.379.273	3,4	7.842.040	2,5	6.245.111	2,0	7.384.814	2,4	6.055.305	2,0	6.042.115	2,0	5.476.304	1,8	6.361.035	2,2
Titoli a reddito fisso	822.955	0,3	814.570	0,3	2.783.821	0,9	2.628.088	0,9	1.237.506	0,5	774.087	0,3	1.926.714	0,7	1.164.129	0,4	1.255.363	0,5	1.487.767	0,5
Disponibilità finanziarie	10.627.945	3,4	10.388.380	3,3	13.163.094	4,3	10.470.128	3,4	7.482.617	2,5	8.158.901	2,7	7.982.019	2,7	7.206.244	2,4	6.731.667	2,3	7.848.802	2,7
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	10.076.772	3,3	15.053.028	4,8	11.285.525	3,7	10.668.267	3,5	14.648.594	4,8	10.138.933	3,4	10.836.923	3,7	8.956.264	3,0	7.531.750	2,5	7.116.902	2,4
Debiti finanziari a breve v/ consociate	24.253.156	7,8	25.865.141	8,1	22.784.901	7,5	21.561.704	7,0	21.775.202	7,1	29.190.336	9,8	32.934.982	11,1	27.484.485	9,3	25.577.156	8,6	20.338.612	6,9
Debiti finanziari a breve termine	34.329.928	11,1	40.918.169	12,9	34.070.426	11,2	32.229.971	10,5	36.423.796	11,9	39.329.269	13,2	43.771.905	14,8	36.440.749	12,3	33.108.906	11,1	27.455.514	9,3
Prestiti obbligazionari	17.913.230	5,8	16.992.053	5,4	18.594.091	6,1	18.317.577	5,9	15.026.191	4,9	17.213.010	5,8	17.385.989	5,9	16.863.795	5,7	15.180.759	5,1	15.306.306	5,2
Debiti finanziari v/ banche a m/l	22.744.236	7,3	23.533.013	7,4	19.490.680	6,4	17.412.383	5,7	17.576.455	5,8	13.054.264	4,4	9.440.656	3,2	8.646.662	2,9	9.359.402	3,1	8.659.582	2,9
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	27.374.209	8,8	24.988.365	7,9	31.892.066	10,4	31.503.574	10,2	32.135.575	10,5	30.976.010	10,4	27.673.696	9,3	27.925.266	9,4	28.037.780	9,4	26.696.136	9,0
Altri debiti finanziari	4.804.505	1,6	6.396.835	2,0	6.092.045	2,0	5.460.561	1,8	5.526.397	1,8	5.177.756	1,6	4.603.197	1,5	4.637.806	1,6	5.675.010	1,9	6.464.219	2,3
Debiti finanziari a m/l/termine	72.836.180	23,5	71.910.266	22,7	76.068.882	24,9	72.694.095	23,6	70.264.618	23,0	66.421.040	22,2	59.103.538	19,9	58.073.529	19,6	58.252.951	19,5	57.126.243	19,4
Capitale sociale	42.236.490	13,6	43.154.890	13,6	42.981.165	14,1	43.537.664	14,1	44.156.991	14,5	46.853.596	15,7	47.530.909	16,0	52.474.689	17,7	53.012.398	17,8	53.640.965	18,2
Riserve	55.384.025	17,9	52.675.096	16,6	53.754.955	17,6	52.885.859	17,2	54.957.829	18,0	50.744.356	17,0	50.103.697	16,9	54.226.875	18,3	57.739.280	19,4	61.303.446	20,8
Risultato d'esercizio	8.100.003	2,6	6.415.045	2,1	4.888.962	1,6	10.123.478	3,3	551.091	0,2	980.753	0,3	3.590.622	1,2	3.647.439	1,2	4.021.275	1,3	5.565.889	1,9
Capitale netto	105.720.518	34,1	102.245.031	32,3	101.625.082	33,3	106.547.001	34,6	99.665.911	32,7	98.578.705	33,0	101.225.228	34,1	110.349.003	37,2	114.772.953	38,5	120.510.300	40,9
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	235.560.569	100,0	243.422.111	100,0	215.288.694	100,0	225.128.523	100,0	236.818.765	100,0	235.838.462	100,0	224.948.423	100,0	219.258.478	100,0	215.768.032	100,0	211.305.909	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Manifatturiere di medie dimensioni

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	2.173.840	5,9	2.152.918	5,4	2.698.079	6,8	2.728.548	6,5	2.841.116	6,5	3.024.043	6,8	3.679.400	8,3	3.917.854	8,5	4.477.191	9,5	5.070.899	10,4	
Titoli a reddito fisso	377.880	1,0	321.597	0,8	370.859	0,9	529.486	1,2	457.531	1,0	421.688	1,0	486.166	1,0	583.866	1,3	711.516	1,5	784.914	1,6	
Disponibilità finanziarie	2.551.720	6,9	2.474.515	6,2	3.068.938	7,7	3.258.034	7,7	3.298.647	7,5	3.445.731	7,8	4.165.566	9,3	4.501.720	9,8	5.188.707	11,0	5.855.813	12,0	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	6.524.144	17,6	7.066.810	17,6	6.473.033	16,3	6.786.746	16,1	7.412.276	16,9	7.416.937	16,7	7.214.464	16,2	7.448.306	16,2	6.949.298	14,7	6.462.230	13,3	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	393.004	1,0	368.667	0,9	398.220	1,0	507.569	1,2	388.563	0,9	404.482	0,9	417.806	0,9	398.694	0,8	468.607	1,0	465.778	0,9	
Debiti finanziari a breve termine	6.917.148	18,6	7.435.477	18,5	6.871.253	17,3	7.294.315	17,3	7.800.839	17,8	7.821.419	17,6	7.632.270	17,1	7.847.000	17,0	7.417.905	15,7	6.928.008	14,2	
Prestiti obbligazionari	370.440	1,0	424.092	1,1	414.517	1,0	381.014	0,9	371.758	0,8	370.059	0,8	366.023	0,8	325.092	0,7	283.451	0,6	276.408	0,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	3.656.644	9,9	3.743.021	9,3	3.701.634	9,3	3.990.835	9,5	3.969.952	9,0	3.760.820	8,5	3.667.555	8,2	3.758.334	8,2	4.371.871	9,2	4.594.748	9,4	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	114.235	0,3	120.447	0,3	181.773	0,5	151.682	0,4	233.001	0,6	244.620	0,6	186.198	0,4	195.997	0,4	226.031	0,5	226.813	0,5	
Altri debiti finanziari	227.643	0,6	177.980	0,4	147.832	0,4	149.045	0,3	133.265	0,3	142.445	0,3	125.432	0,3	89.714	0,2	102.640	0,2	230.349	0,5	
Debiti finanziari a m/l/termine	4.368.962	11,8	4.465.540	11,1	4.445.756	11,2	4.672.576	11,1	4.707.976	10,7	4.517.944	10,2	4.345.208	9,7	4.369.137	9,5	4.983.993	10,5	5.328.318	11,0	
Capitale sociale	3.324.738	9,0	3.476.513	8,6	3.618.909	9,1	3.837.948	9,1	3.953.695	9,0	4.073.295	9,2	4.109.619	9,2	4.156.243	9,0	4.283.861	9,0	4.370.254	9,0	
Riserve	7.623.425	20,5	10.294.089	25,6	11.117.378	28,0	11.283.817	26,8	11.834.011	26,9	12.496.755	28,2	13.063.428	29,3	13.415.469	29,1	14.148.485	29,9	14.951.348	30,7	
Risultato d'esercizio	1.184.342	3,2	923.380	2,4	887.472	2,3	1.126.686	2,7	1.090.684	2,5	946.936	2,1	951.361	2,2	1.239.365	2,8	1.423.897	3,0	1.622.009	3,4	
Capitale netto	12.132.505	32,7	14.693.982	36,6	15.623.759	39,4	16.248.451	38,6	16.878.390	38,4	17.516.986	39,5	18.124.408	40,7	18.811.077	40,9	19.856.243	41,9	20.943.611	43,1	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	42.078.283	100,0	43.667.616	100,0	37.178.850	100,0	40.918.028	100,0	44.475.063	100,0	44.454.087	100,0	45.093.629	100,0	45.417.500	100,0	46.008.899	100,0	46.594.302	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Manifatturiere di medie-grandi dimensioni

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	5.762.328	5,2	4.841.243	4,8	5.790.500	4,8	6.065.628	4,8	5.970.416	4,7	6.337.062	5,0	6.950.570	5,4	7.135.013	5,4	10.320.865	7,5	9.930.512	6,8
Titoli a reddito fisso	841.851	0,8	662.758	0,6	953.024	0,8	966.242	0,8	901.451	0,7	747.200	0,6	995.465	0,8	1.977.586	1,6	2.136.045	1,5	2.256.783	1,6
Disponibilità finanziarie	6.604.179	6,0	5.504.001	4,6	6.743.524	5,6	7.031.870	5,6	6.871.867	5,4	7.084.262	5,6	7.946.035	6,2	9.112.599	7,0	12.456.910	9,0	12.187.295	8,4
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	10.855.814	9,9	13.124.559	10,9	11.716.751	9,7	12.348.015	9,8	14.390.270	11,2	15.183.240	12,0	14.292.675	11,2	13.633.219	10,4	13.585.812	9,9	11.739.236	8,0
Debiti finanziari a breve v/ consociate	3.659.273	3,3	3.508.717	3,0	4.235.279	3,5	4.669.719	3,8	4.266.168	3,3	3.864.318	3,0	3.626.134	2,8	4.693.809	3,6	4.950.846	3,6	4.612.235	3,2
Debiti finanziari a breve termine	14.515.087	13,2	16.633.276	13,9	15.952.030	13,2	17.017.734	13,6	18.656.438	14,5	19.047.558	15,0	17.918.809	14,0	18.327.028	14,0	18.536.658	13,5	16.351.471	11,2
Prestiti obbligazionari	1.185.711	1,1	1.513.165	1,3	2.328.537	1,9	2.392.457	4,7	2.457.581	6,4	3.184.442	5,0	3.312.531	5,0	3.738.740	5,1	3.795.627	4,8	4.048.190	4,9
Debiti finanziari v/ banche a m/l	9.889.394	9,0	11.740.086	9,8	12.092.864	10,0	11.519.026	7,5	10.788.500	7,2	9.439.874	6,3	9.375.220	6,3	9.203.314	4,8	12.127.364	5,7	15.275.365	5,9
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	1.630.746	1,5	1.827.304	1,5	1.598.131	1,3	1.484.699	5,5	1.376.919	5,1	1.427.135	5,4	1.534.225	5,4	1.320.223	4,9	1.026.658	5,0	1.190.453	4,7
Altri debiti finanziari	847.405	0,7	638.890	0,5	621.870	0,5	588.043	1,3	622.640	1,7	656.235	1,1	642.035	1,1	725.069	1,1	622.435	1,2	863.950	1,0
Debiti finanziari a m/l termine	13.553.256	12,3	15.719.445	13,1	16.641.402	13,8	15.984.225	19,0	15.245.640	20,4	14.707.686	17,8	14.864.011	17,8	14.987.346	15,9	17.572.084	16,7	21.377.958	16,5
Capitale sociale	11.368.854	10,3	11.831.810	9,9	12.764.310	10,6	12.951.458	10,3	13.329.073	10,4	13.355.660	10,5	12.908.452	10,1	12.761.507	9,7	12.873.310	9,4	13.122.723	9,0
Riserve	24.093.544	21,9	28.797.882	24,0	30.875.633	25,6	31.907.975	25,4	33.303.135	26,0	34.061.754	26,9	36.497.629	28,6	36.706.341	28,0	38.707.064	28,1	42.111.048	28,9
Risultato d'esercizio	4.270.741	4,0	3.309.647	2,7	2.015.844	1,7	2.846.124	2,3	2.770.094	2,2	2.224.943	1,8	2.118.863	1,7	3.563.379	2,8	5.148.124	3,7	5.378.668	3,6
Capitale netto	39.733.139	36,2	43.939.339	36,6	45.655.787	37,9	47.705.557	38,0	49.402.302	38,6	49.642.357	39,2	51.524.944	40,4	53.031.227	40,5	56.728.498	41,2	60.612.439	41,5
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	97.475.101	100,0	100.612.320	100,0	82.648.580	100,0	89.389.103	100,0	98.365.336	100,0	96.249.865	100,0	95.092.776	100,0	96.282.752	100,0	99.454.100	100,0	100.861.252	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres 'dc.2017'

Abbigliamento

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	591.256	4,5	453.636	3,0	486.886	3,7	633.269	4,8	683.295	4,9	596.222	4,4	524.427	4,1	626.753	4,6	818.940	5,7	957.004	6,5	
Titoli a reddito fisso	9.346	0,1	4.020	...	121.316	0,9	104.793	0,8	214.782	1,6	99.125	0,8	111.454	0,8	272.702	2,0	241.712	1,6	256.865	1,7	
Disponibilità finanziarie	600.602	4,6	457.656	3,0	608.202	4,6	738.062	5,6	898.077	6,5	695.347	5,2	635.881	4,9	899.455	6,6	1.060.652	7,3	1.213.869	8,2	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	1.146.669	8,7	1.435.685	9,4	1.100.199	8,4	816.054	6,2	1.405.096	10,2	959.440	7,1	836.496	6,5	1.109.004	8,1	808.263	5,6	746.953	5,0	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	522.865	4,0	317.924	2,1	682.366	5,2	645.592	4,9	537.305	3,8	518.859	3,9	566.243	4,4	757.364	5,5	725.640	5,0	730.112	5,0	
Debiti finanziari a breve termine	1.669.534	12,7	1.753.609	11,5	1.782.565	13,6	1.461.646	11,1	1.942.401	14,0	1.478.299	11,0	1.402.739	10,9	1.866.368	13,6	1.533.903	10,6	1.477.065	10,0	
Prestiti obbligazionari	82.843	6,0	56.671	0,4	88.119	0,7	100.191	0,8	85.191	0,6	71.691	0,5	71.691	0,6	68.191	0,5	68.191	0,5	32.831	0,2	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	2.583.478	19,6	2.747.395	18,0	1.011.046	7,7	1.201.663	9,1	699.045	5,1	1.047.365	7,8	717.299	5,5	584.777	4,3	600.862	4,2	668.991	4,5	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	55.739	0,4	8.631	0,1	41.419	0,3	29.904	0,2	51.573	0,4	65.768	0,5	9.971	0,1	43.636	0,3	57.735	0,4	64.358	0,5	
Altri debiti finanziari	61.851	0,6	15.142	0,1	28.366	0,2	97.138	0,8	116.918	0,8	92.333	0,7	42.382	0,3	73.185	0,5	6.630	...	12.454	0,1	
Debiti finanziari a m/l/termine	2.783.911	26,6	2.827.839	18,6	1.168.950	8,9	1.428.896	10,9	952.727	6,9	1.277.157	9,5	841.343	6,5	769.789	5,6	733.418	5,1	778.634	5,3	
Capitale sociale	1.470.159	11,2	1.624.215	10,7	2.090.096	15,9	2.070.764	15,8	2.074.359	15,0	1.986.791	14,8	1.890.958	14,7	1.757.222	12,8	1.753.389	12,1	1.855.449	12,5	
Riserve	2.699.450	20,5	4.679.282	30,8	4.297.229	32,7	4.118.045	31,4	4.273.395	30,9	4.606.321	34,3	4.751.262	36,9	4.744.616	34,7	5.489.649	38,0	5.632.553	38,0	
Risultato d'esercizio	504.615	3,8	156.565	1,0	119.382	0,9	314.586	2,3	399.367	2,9	244.210	1,8	24.388	0,2	444.632	3,3	554.653	3,9	566.339	3,9	
Capitale netto	4.674.224	35,5	6.460.062	42,5	6.506.707	49,5	6.503.395	49,5	6.747.121	48,8	6.837.322	50,9	6.666.608	51,8	6.946.470	50,8	7.797.691	54,0	8.054.341	54,4	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	10.884.735	100,0	11.564.222	100,0	10.597.400	100,0	10.588.373	100,0	11.419.676	100,0	11.328.932	100,0	10.955.156	100,0	11.368.861	100,0	11.905.521	100,0	12.251.299	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Bevande Alcoliche ed analcoliche

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016			
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%		
ATTIVITÀ																						
Cassa e banche	313.539	2,8	327.077	2,8	364.097	3,0	474.678	3,8	487.808	3,8	612.923	4,5	676.322	5,0	1.456.744	9,4	1.456.744	9,4	1.456.744	9,4	1.143.468	7,3
Titoli a reddito fisso	53.193	0,5	47.811	0,4	35.689	0,3	33.609	0,3	20.203	0,2	28.027	0,2	70.391	0,5	168.214	1,1	168.214	1,1	168.214	1,1	171.052	1,1
Disponibilità finanziarie	366.732	3,3	374.888	3,2	399.786	3,3	508.287	4,1	508.011	4,0	640.950	4,7	746.713	5,5	1.624.958	10,5	1.624.958	10,5	1.624.958	10,5	1.314.520	8,4
PASSIVITÀ																						
Debiti finanziari a breve v/ terzi	894.152	8,0	1.406.778	12,0	1.020.657	8,3	903.038	7,3	967.158	7,6	1.001.848	7,4	1.001.848	7,4	968.391	7,1	1.057.110	7,5	1.193.959	7,7	855.539	5,5
Debiti finanziari a breve v/ consociate	1.022.900	9,1	862.627	7,4	681.152	5,6	608.925	4,9	705.808	5,6	768.921	5,6	768.921	5,6	686.328	5,1	799.517	5,6	1.162.270	7,6	566.463	3,6
Debiti finanziari a breve termine	1.917.052	17,1	2.269.405	19,4	1.701.809	13,9	1.511.963	12,2	1.672.966	13,2	1.770.769	13,0	1.654.719	12,2	1.856.627	13,1	2.356.229	15,3	1.422.002	9,1		
Prestiti obbligazionari	227.095	2,0	283.304	2,4	617.113	5,0	656.329	5,3	678.892	5,4	1.067.105	7,8	1.067.105	7,8	1.055.129	7,8	971.917	6,9	1.242.046	8,1	1.066.268	6,8
Debiti finanziari v/ banche a m/l	921.771	8,2	880.940	7,5	1.007.289	8,2	1.080.709	8,7	995.805	7,9	934.941	6,9	934.941	6,9	871.381	6,4	874.653	6,2	1.037.975	6,7	1.397.354	8,9
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	187.930	1,7	192.348	1,6	546.686	4,5	583.959	4,7	270.476	2,1	312.831	2,3	312.831	2,3	584.224	4,3	669.125	4,7	556.031	3,6	567.800	3,6
Altri debiti finanziari	118.717	1,1	56.312	0,6	92.205	0,8	54.756	0,5	52.255	0,4	59.511	0,5	59.511	0,5	69.110	0,5	33.451	0,2	20.648	0,1	226.904	1,4
Debiti finanziari a m/l termine	1.455.513	13,0	1.412.904	12,1	2.263.293	18,5	2.375.753	19,2	1.997.428	15,8	2.374.388	17,5	2.579.844	19,0	2.549.146	18,0	2.856.700	18,5	3.258.326	20,7		
Capitale sociale	1.222.526	10,9	1.294.784	11,1	1.492.081	12,2	1.579.433	12,8	1.689.423	13,3	1.639.790	12,1	1.639.790	12,1	1.586.222	11,7	1.632.996	11,5	1.762.691	11,4	1.799.098	11,5
Riserve	2.722.901	24,3	2.834.244	24,3	2.897.048	23,7	2.929.075	23,7	2.998.462	23,7	3.389.020	24,9	3.389.020	24,9	3.562.341	26,2	3.809.036	26,9	4.034.784	26,2	4.338.419	27,6
Risultato d'esercizio	213.500	1,9	198.487	1,6	330.170	2,7	403.211	3,2	388.493	3,1	438.694	3,2	438.694	3,2	485.832	3,5	539.629	3,9	618.456	4,0	803.016	5,1
Capitale netto	4.158.927	37,1	4.327.515	37,0	4.719.299	38,6	4.911.719	39,7	5.076.378	40,1	5.467.504	40,2	5.634.395	41,4	5.981.661	42,3	6.415.931	41,6	6.940.533	44,2		
CONTO ECONOMICO																						
Fatturato netto	8.254.890	100,0	8.443.087	100,0	8.325.871	100,0	8.599.893	100,0	9.174.030	100,0	9.658.370	100,0	9.790.649	100,0	9.728.472	100,0	10.099.845	100,0	10.304.759	100,0		

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Caseario

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	858.176	9,1	947.115	9,8	474.043	4,7	363.639	3,5	272.585	2,5	651.862	6,1	774.354	6,9	891.455	7,9	383.526	3,3	542.801	4,4	
Titoli a reddito fisso	593.891	6,3	683.235	7,0	1.191.649	11,8	1.141.733	10,9	27.166	0,3	93.057	0,8	247.008	2,2	79.717	0,7	175.813	1,5	343.841	2,7	
Disponibilità finanziarie	1.452.067	15,4	1.630.350	16,8	1.665.692	16,5	1.505.372	14,4	299.751	2,8	744.919	6,9	1.021.362	9,1	971.172	8,6	559.339	4,8	886.642	7,1	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	927.804	9,8	1.065.217	11,0	997.066	9,9	1.114.982	10,7	1.144.213	10,6	1.124.023	10,4	989.947	8,8	1.050.129	9,3	955.186	8,1	1.091.101	8,8	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	254.420	2,7	284.861	2,9	640.060	6,3	326.129	3,1	378.960	3,5	1.138.140	10,6	308.308	2,7	367.692	3,2	385.782	3,3	476.563	3,8	
Debiti finanziari a breve termine	1.182.224	12,5	1.350.078	13,9	1.637.126	16,2	1.441.111	13,8	1.523.173	14,1	2.262.163	21,0	1.298.255	11,5	1.417.821	12,5	1.340.968	11,4	1.567.664	12,6	
Prestiti obbligazionari	124.462	1,3	135.548	1,4	135.356	1,3	134.946	1,3	125.988	1,2	47.166	0,5	105.813	0,9	102.944	0,9	96.021	0,8	98.943	0,8	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	487.732	5,2	438.117	4,5	379.911	3,8	391.449	3,8	362.609	3,3	380.749	3,5	392.338	3,5	410.745	3,6	667.059	5,7	878.252	7,1	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	698.856	7,4	704.698	7,2	706.458	7,0	954.647	9,1	911.171	8,4	160.411	1,5	812.091	7,3	720.379	6,4	721.826	6,1	721.406	5,7	
Altri debiti finanziari	16.502	0,2	14.781	0,2	20.205	0,2	26.477	0,3	20.626	0,2	20.508	0,2	26.198	0,2	21.703	0,2	23.424	0,2	19.344	0,2	
Debiti finanziari a m/l/termine	1.327.552	14,1	1.293.144	13,3	1.241.930	12,3	1.507.519	14,5	1.420.394	13,1	608.834	5,7	1.336.440	11,9	1.255.771	11,1	1.508.330	12,8	1.717.945	13,8	
Capitale sociale	2.362.568	25,1	2.321.656	23,9	2.254.691	22,3	2.307.612	22,1	2.331.447	21,5	2.348.315	21,8	3.068.039	27,3	3.117.091	27,5	3.137.284	26,6	3.143.748	25,3	
Riserve	1.008.350	10,7	1.271.333	13,1	1.831.392	18,1	2.182.508	20,9	2.330.853	21,5	2.413.477	22,4	2.501.423	22,2	2.688.797	23,7	2.771.124	23,5	2.942.075	23,7	
Risultato d'esercizio	595.929	6,2	742.810	7,7	617.084	6,1	284.432	2,8	365.114	3,3	261.210	2,5	258.687	2,2	254.075	2,3	341.591	3,0	292.117	2,3	
Capitale netto	3.966.847	42,0	4.335.799	44,7	4.703.167	46,5	4.774.552	45,8	5.027.414	46,3	5.023.002	46,7	5.828.149	51,7	6.059.963	53,5	6.249.999	53,1	6.377.940	51,3	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	8.352.511	100,0	8.859.800	100,0	8.212.416	100,0	8.453.011	100,0	9.068.782	100,0	8.910.153	100,0	8.863.139	100,0	8.887.539	100,0	8.626.191	100,0	8.729.440	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Conserviero

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	154.536	2,4	202.796	3,0	124.745	1,9	185.064	2,8	161.171	2,1	221.423	3,0	251.650	3,5	286.176	4,0	386.202	5,3	422.057	5,6
Titoli a reddito fisso	7.738	0,1	27.285	0,4	18.974	0,3	24.606	0,3	15.971	0,2	10.809	0,1	22.740	0,3	17.853	0,2	20.171	0,3	43.938	0,6
Disponibilità finanziarie	162.274	2,5	230.081	3,4	143.719	2,2	209.670	3,1	177.142	2,3	232.232	3,1	274.390	3,8	304.029	4,2	406.373	5,6	465.995	6,2
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	671.470	10,5	792.805	11,8	803.286	12,5	869.454	12,9	840.737	10,7	879.583	11,7	809.791	11,1	844.203	11,7	733.025	10,1	723.494	9,6
Debiti finanziari a breve v/ consociate	142.447	2,2	126.261	1,8	97.626	1,5	300.065	4,5	200.860	2,6	119.872	1,6	115.872	1,6	177.610	2,5	214.143	2,9	231.262	3,1
Debiti finanziari a breve termine	813.917	12,7	919.066	13,6	900.912	14,0	1.169.519	17,4	1.041.597	13,3	999.455	13,3	925.663	12,7	1.021.813	14,2	947.168	13,0	954.756	12,7
Prestiti obbligazionari	21.161	0,3	42.160	0,6	41.132	0,6	33.632	0,5	20.284	0,3	20.034	0,3	34.834	0,5	33.084	0,5	26.382	0,4	33.470	0,4
Debiti finanziari v/ banche a m/l	665.621	10,4	628.895	9,3	561.925	8,7	511.652	7,6	551.372	7,0	491.583	6,6	462.123	6,3	479.143	6,6	591.375	8,1	592.413	7,9
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	21.392	0,3	17.682	0,3	18.591	0,3	12.615	0,2	549.802	7,0	501.532	6,6	428.688	5,9	287.026	4,0	246.690	3,4	202.358	2,7
Altri debiti finanziari	30.358	0,5	26.542	0,4	24.336	0,4	17.421	0,3	14.362	0,2	15.636	0,2	22.597	0,3	15.282	0,2	19.302	0,3	14.161	0,2
Debiti finanziari a m/l/termine	738.532	11,5	715.279	10,6	645.984	10,0	575.320	8,6	1.135.820	14,5	1.028.785	13,7	948.242	13,0	814.535	11,3	883.749	12,2	842.402	11,2
Capitale sociale	491.239	7,7	543.964	8,1	560.970	8,7	603.211	9,0	493.114	6,3	472.752	6,3	465.996	6,4	467.993	6,5	493.791	6,8	523.327	7,0
Riserve	2.279.250	35,6	2.471.027	36,7	2.228.376	34,6	2.173.193	32,3	2.602.442	33,1	2.301.292	30,7	2.400.626	32,9	2.302.558	32,0	2.462.256	33,9	2.491.959	33,2
Risultato d'esercizio	77.682	1,2	40.545	0,5	98.877	1,5	8.219	0,1	- 1.403	...	134.047	1,7	102.043	1,5	164.052	2,2	153.008	2,1	214.235	2,8
Capitale netto	2.848.171	44,5	3.055.536	45,3	2.888.223	44,8	2.784.623	41,4	3.094.153	39,4	2.908.091	38,7	2.968.665	40,8	2.934.603	40,7	3.109.055	42,8	3.229.521	43,0
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	5.672.739	100,0	6.136.040	100,0	6.116.572	100,0	6.396.856	100,0	6.901.628	100,0	7.151.246	100,0	7.335.227	100,0	7.399.518	100,0	7.514.996	100,0	7.686.183	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Dolciario

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	311.287	7,6	119.670	2,6	106.154	2,2	131.853	2,7	158.116	3,1	276.662	5,0	448.830	8,1	338.060	6,1	550.360	9,6	627.882	9,3	
Titoli a reddito fisso	4.344	0,1	2.317	0,1	11.163	0,2	10.053	0,2	16.299	0,3	12.511	0,2	10.079	0,2	23.839	0,4	19.520	0,3	18.161	0,3	
Disponibilità finanziarie	315.631	7,7	121.987	2,7	117.317	2,4	141.906	2,9	174.415	3,4	289.173	5,2	458.909	8,3	361.899	6,5	569.880	9,9	646.043	9,6	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	617.873	15,2	832.209	18,7	757.529	15,8	593.687	11,9	733.945	14,1	578.844	10,3	553.177	10,0	725.737	13,0	644.913	11,2	387.457	5,8	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	78.089	1,9	29.859	0,6	81.104	1,6	176.432	3,6	111.892	2,2	261.324	4,7	95.426	1,7	64.943	1,2	63.499	1,1	218.957	3,2	
Debiti finanziari a breve termine	695.962	17,1	862.068	19,3	838.633	17,4	770.119	15,5	845.837	16,3	840.168	15,0	648.603	11,7	790.680	14,2	708.412	12,3	606.414	9,0	
Prestiti obbligazionari	5.057	0,1	84.557	1,9	84.557	1,8	83.057	1,7	80.057	1,5	81.082	1,4	79.192	1,4	65.692	1,2	52.659	0,9	39.000	0,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	557.993	13,7	578.947	13,0	421.152	8,8	299.112	6,0	231.354	4,5	262.078	4,8	278.324	5,1	215.662	3,9	212.939	3,7	232.855	3,5	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	-	-	-	-	-	-	700	...	15.001	0,3	2.567	...	2.567	...	2.567	...	23.461	0,4	23.321	0,3	
Altri debiti finanziari	12.467	0,3	20.949	0,5	16.107	1,6	14.081	0,3	11.939	0,2	13.997	0,2	12.598	0,2	9.401	0,2	6.602	0,1	4.384	0,1	
Debiti finanziari a m/l/termine	575.517	14,1	684.453	15,4	521.816	12,2	396.950	8,0	338.351	6,5	359.724	6,4	372.681	6,7	293.322	5,3	295.661	5,1	299.560	4,5	
Capitale sociale	236.736	5,8	218.412	4,9	219.687	4,6	219.582	4,4	219.913	4,2	220.777	3,9	214.830	3,9	214.166	3,8	219.161	3,8	261.584	3,9	
Riserve	849.403	20,8	903.668	20,3	1.250.561	26,0	1.555.394	31,3	1.759.073	33,8	2.059.131	36,7	2.268.069	40,9	2.365.931	42,4	2.508.970	43,6	3.196.199	47,7	
Risultato d'esercizio	193.048	4,8	195.660	4,4	308.001	6,4	334.724	6,7	257.247	5,0	257.946	4,7	329.826	6,0	268.322	4,9	363.345	6,3	379.487	5,7	
Capitale netto	1.279.187	31,4	1.317.740	29,6	1.778.249	37,0	2.109.700	42,4	2.236.233	43,0	2.537.854	45,3	2.812.725	50,8	2.848.419	51,1	3.091.476	53,7	3.837.270	57,3	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	4.889.190	100,0	5.188.091	100,0	5.242.376	100,0	5.439.385	100,0	5.677.656	100,0	5.795.402	100,0	5.967.391	100,0	5.898.871	100,0	6.096.046	100,0	6.238.483	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Alimentari diverse

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016			
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%		
ATTIVITÀ																						
Cassa e banche	771.714	5,9	850.030	5,8	910.108	6,2	836.978	5,5	905.373	5,7	759.715	4,7	948.074	6,0	950.451	5,8	1.890.538	11,2	1.767.851	9,7		
Titoli a reddito fisso	221.141	1,7	224.216	1,5	218.747	1,5	183.900	1,2	139.073	0,8	133.974	0,9	161.080	1,0	213.155	1,4	225.419	1,3	235.697	1,3		
Disponibilità finanziarie	992.855	7,6	1.074.246	7,3	1.128.855	7,7	1.020.878	6,7	1.044.446	6,5	893.689	5,6	1.109.154	7,0	1.163.606	7,2	2.115.957	12,5	2.003.548	11,0		
PASSIVITÀ																						
Debiti finanziari a breve v/ terzi	1.795.334	13,7	2.130.129	14,5	1.895.447	12,9	1.889.837	12,5	2.384.602	14,9	2.259.031	14,0	1.989.228	12,5	2.241.867	13,8	2.079.391	12,3	1.919.912	10,5		
Debiti finanziari a breve v/ consociate	568.056	4,3	871.894	5,9	706.232	4,8	671.259	4,4	554.326	3,5	606.943	3,8	625.261	3,9	633.213	3,9	291.115	1,7	347.255	1,9		
Debiti finanziari a breve termine	2.363.390	18,0	3.002.023	20,4	2.601.679	17,7	2.561.096	16,9	2.938.928	18,4	2.865.974	17,8	2.614.489	16,4	2.875.080	17,7	2.370.506	14,0	2.267.167	12,4		
Prestiti obbligazionari	49.853	0,4	47.213	0,3	44.097	0,3	40.706	0,3	57.815	0,4	56.685	0,4	169.795	1,1	164.129	1,0	121.170	0,7	116.187	0,6		
Debiti finanziari v/ banche a m/l	1.050.502	8,0	947.508	6,4	1.038.772	7,1	1.227.747	8,1	1.481.672	9,3	1.353.594	8,4	1.321.068	8,3	1.009.800	6,2	1.545.969	9,2	2.150.240	11,9		
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	113	...	9.694	0,1	196.925	1,3	195.775	1,3	64.420	0,4	106.492	0,6	67.768	0,4	58.998	0,3	48.465	0,3	8.694	...		
Altri debiti finanziari	79.426	0,6	66.232	0,5	60.088	0,4	48.586	0,3	50.860	0,3	41.699	0,3	33.064	0,2	26.197	0,2	36.960	0,2	31.410	0,2		
Debiti finanziari a m/l/termine	1.179.894	9,0	1.070.647	7,3	1.339.882	9,1	1.512.814	10,0	1.654.767	10,4	1.557.470	9,7	1.591.695	10,0	1.259.124	7,7	1.752.564	10,4	2.306.531	12,7		
Capitale sociale	1.149.169	8,7	1.304.649	8,9	1.315.988	9,0	1.191.623	7,9	1.090.845	6,8	1.203.029	7,5	1.238.319	7,8	1.288.914	7,9	1.306.425	7,7	1.341.181	7,4		
Riserve	3.222.539	24,5	4.104.676	27,9	4.254.521	29,0	4.559.140	30,1	4.819.088	30,2	5.071.201	31,5	5.210.841	32,8	5.522.401	34,0	5.827.499	34,5	6.596.130	36,2		
Risultato d'esercizio	386.444	3,0	321.767	2,1	371.500	2,5	433.008	2,8	387.979	2,4	313.819	1,9	430.712	2,6	431.250	2,7	1.054.345	6,3	433.984	2,3		
Capitale netto	4.758.152	36,2	5.731.092	38,9	5.942.009	40,5	6.183.771	40,8	6.297.912	39,4	6.588.049	40,9	6.879.872	43,2	7.242.565	44,6	8.188.269	48,5	8.371.295	45,9		
CONTO ECONOMICO																						
Fatturato netto	17.016.549	100,0	18.919.292	100,0	18.019.739	100,0	18.366.756	100,0	19.804.080	100,0	20.311.459	100,0	20.528.862	100,0	20.074.246	100,0	20.208.211	100,0	20.812.959	100,0		

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Cartario

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016			
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%		
ATTIVITÀ																						
Cassa e banche	173.383	1,9	187.388	2,0	149.352	1,7	308.286	3,3	240.353	2,7	129.402	1,5	184.117	2,1	223.711	2,5	277.441	2,9	285.917	2,9		
Titoli a reddito fisso	13.538	0,2	13.500	0,2	12.055	0,1	13.224	0,1	9.210	0,1	8.174	0,1	7.142	0,1	7.081	0,1	14.970	0,2	21.270	0,2		
Disponibilità finanziarie	186.921	2,1	200.888	2,2	161.407	1,8	321.510	3,4	249.563	2,8	137.576	1,6	191.259	2,2	230.792	2,6	292.411	3,1	307.187	3,1		
PASSIVITÀ																						
Debiti finanziari a breve v/ terzi	818.665	9,2	1.057.060	11,8	1.006.245	11,4	1.173.241	12,5	1.091.913	12,1	1.069.464	12,1	1.083.062	12,3	963.337	10,7	963.070	10,1	646.162	6,6		
Debiti finanziari a breve v/ consociate	205.402	2,4	97.176	1,1	160.738	1,9	166.276	1,8	192.173	2,1	206.088	2,3	229.435	2,6	412.022	4,5	539.068	5,7	658.893	6,8		
Debiti finanziari a breve termine	1.024.067	11,6	1.154.236	12,9	1.166.983	13,3	1.339.517	14,3	1.284.086	14,2	1.275.552	14,4	1.312.497	14,9	1.375.359	15,2	1.502.138	15,8	1.305.055	13,4		
Prestiti obbligazionari	19.040	0,2	19.540	0,2	16.300	0,2	10.960	0,1	8.710	0,1	6.710	0,1	6.710	0,1	8.770	0,1	7.770	0,1	41.200	0,4	69.961	0,7
Debiti finanziari v/ banche a m/l	1.674.965	18,9	1.549.524	17,3	1.538.328	17,5	1.630.981	17,4	1.471.759	16,3	1.376.943	15,6	1.376.943	15,6	1.249.566	14,2	1.230.762	13,6	1.220.466	12,8	1.362.594	13,9
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	565.824	6,4	596.238	6,6	432.943	4,9	342.972	3,7	300.177	3,3	235.157	2,7	235.157	2,7	181.188	2,0	143.042	1,5	131.312	1,5	132.391	1,5
Altri debiti finanziari	28.564	0,3	34.334	0,4	44.050	0,5	43.827	0,4	42.359	0,5	38.584	0,3	38.584	0,3	24.290	0,3	14.148	0,2	4.091	...	3.403	...
Debiti finanziari a m/l/termine	2.288.393	25,8	2.199.636	24,5	2.031.621	23,1	2.028.740	21,6	1.823.005	20,2	1.657.394	18,7	1.463.814	16,6	1.395.722	15,4	1.397.069	14,7	1.568.349	16,1		
Capitale sociale	935.430	10,6	987.610	11,0	970.626	11,0	1.009.796	10,8	957.088	10,6	972.585	11,0	972.585	11,0	971.167	11,0	1.031.241	11,4	842.075	8,8	823.006	8,4
Riserve	1.733.918	19,4	1.993.529	22,2	1.933.697	22,0	2.112.739	22,5	2.110.603	23,4	2.225.347	25,2	2.225.347	25,2	2.201.154	24,9	2.179.576	24,1	2.600.632	27,3	2.687.222	27,5
Risultato d'esercizio	- 3.867	...	- 58.841	- 0,6	173.076	2,0	118.675	1,2	158.462	1,7	41.106	0,4	41.106	0,4	6.429	0,1	135.822	1,5	215.332	2,3	367.336	3,8
Capitale netto	2.665.481	30,0	2.922.298	32,6	3.077.399	35,0	3.241.210	34,5	3.226.153	35,7	3.239.038	36,6	3.178.750	36,0	3.346.639	37,0	3.658.039	38,4	3.877.564	39,7		
CONTO ECONOMICO																						
Fatturato netto	7.688.847	100,0	7.707.711	100,0	6.939.040	100,0	7.670.121	100,0	8.028.126	100,0	7.730.963	100,0	7.729.117	100,0	7.996.616	100,0	8.062.548	100,0	8.221.499	100,0		

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Chimico

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	2.771.671	10,0	2.217.178	8,0	2.146.212	8,0	2.175.004	7,7	3.055.444	10,3	3.038.646	10,5	836.693	2,8	891.621	2,9	1.142.004	3,7	1.358.264	4,3	
Titoli a reddito fisso	24.097	0,1	25.805	0,1	37.696	0,1	44.452	0,2	29.003	0,1	23.123	0,1	31.831	0,1	17.785	0,1	34.245	0,1	26.850	0,1	
Disponibilità finanziarie	2.795.768	10,1	2.242.983	8,1	2.183.908	8,1	2.219.456	7,9	3.084.447	10,4	3.061.769	10,6	868.524	2,9	909.406	3,0	1.176.249	3,8	1.385.114	4,4	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	1.989.370	7,2	1.796.884	6,5	1.610.750	6,0	1.715.132	6,1	2.046.013	6,9	2.277.236	7,9	2.101.739	7,0	1.812.047	5,9	1.713.483	5,6	1.688.860	5,3	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	2.155.576	7,8	2.188.675	7,9	1.546.177	5,7	2.170.767	7,7	2.613.462	8,8	2.391.965	8,2	2.308.719	7,7	2.773.182	9,1	2.534.804	8,3	1.290.202	4,1	
Debiti finanziari a breve termine	4.144.946	15,0	3.985.559	14,4	3.156.927	11,7	3.885.899	13,8	4.659.475	15,7	4.669.201	16,1	4.410.458	14,7	4.585.229	15,0	4.248.287	13,9	2.979.062	9,4	
Prestiti obbligazionari	104.439	0,4	113.906	0,4	102.691	0,4	75.345	0,3	94.388	0,3	424.918	1,5	644.077	2,1	625.680	2,0	376.155	1,2	357.958	1,1	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	865.232	3,1	1.710.211	6,2	1.688.726	6,3	1.724.810	6,1	1.744.359	5,9	1.317.779	4,6	1.123.610	3,7	1.437.857	4,7	1.931.023	6,3	2.330.257	7,3	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	1.154.884	4,2	1.460.017	5,3	1.727.235	6,4	1.076.324	3,8	899.559	3,1	1.424.478	4,8	1.361.560	4,6	1.413.171	4,6	828.339	2,7	421.270	1,3	
Altri Debiti finanziari	226.291	0,8	182.034	0,6	197.123	0,7	174.045	0,6	98.588	0,3	83.128	0,3	91.870	0,3	51.822	0,2	148.549	0,5	365.746	1,2	
Debiti finanziari a m/l termine	2.350.846	8,5	3.466.168	12,5	3.715.775	13,8	3.050.524	10,8	2.896.894	9,6	3.250.303	11,2	3.221.117	10,7	3.528.530	11,5	3.284.066	10,7	3.475.231	10,9	
Capitale sociale	5.475.213	19,8	5.444.109	19,7	5.196.518	19,3	5.383.637	19,1	5.603.304	18,9	5.629.964	19,5	5.658.550	18,9	5.935.420	19,4	5.950.712	19,5	5.811.965	18,3	
Riserve	5.111.084	18,4	5.687.968	20,6	6.222.930	23,2	5.796.005	20,5	5.675.456	19,2	5.489.400	19,0	6.185.282	20,6	6.326.955	20,6	7.190.331	23,5	7.876.480	24,8	
Risultato d'esercizio	115.414	0,4	- 462.414	- 1,7	- 581.073	- 2,2	385.584	1,3	184.725	0,5	- 473.345	- 1,6	133.896	0,4	103.697	0,3	- 150.906	- 0,5	1.320.841	4,1	
Capitale netto	10.701.711	38,6	10.669.663	38,6	10.838.375	40,3	11.565.226	40,9	11.463.485	38,6	10.646.019	36,9	11.977.728	39,9	12.366.072	40,3	12.990.137	42,5	15.009.286	47,2	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	32.459.157	100,0	31.864.809	100,0	25.355.011	100,0	30.269.512	100,0	33.105.935	100,0	33.215.173	100,0	32.606.868	100,0	32.329.195	100,0	32.751.074	100,0	31.920.289	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Costruzione di mezzi di trasporto

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	2.172.647	2,9	2.421.424	3,2	2.636.557	3,4	2.141.905	2,7	1.680.734	2,1	2.400.044	2,8	1.570.029	1,8	1.877.274	2,0	2.263.227	2,4	2.501.326	2,7	
Titoli a reddito fisso	110.657	0,2	99.138	0,1	84.602	0,1	93.512	0,1	62.636	0,1	333.479	0,4	443.969	0,5	17.833	...	16.537	...	31	...	
Disponibilità finanziarie	2.283.304	3,1	2.520.562	3,3	2.721.159	3,5	2.235.417	2,8	1.743.370	2,2	2.733.523	3,2	2.013.998	2,3	1.895.107	2,0	2.279.764	2,4	2.501.357	2,7	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	2.512.328	3,4	2.476.006	3,3	2.552.165	3,3	1.728.198	2,2	1.748.040	2,2	1.455.527	1,7	1.567.152	1,8	1.477.288	1,6	1.695.772	1,8	2.163.619	2,4	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	5.149.875	7,1	5.818.016	7,6	7.294.273	9,5	8.209.829	10,4	9.341.329	11,7	13.089.595	15,4	12.784.097	14,3	10.584.935	11,3	9.629.977	10,1	3.750.071	4,1	
Debiti finanziari a breve termine	7.662.203	10,5	8.294.022	10,9	9.846.438	12,8	9.938.027	12,6	11.089.369	13,9	14.545.122	17,1	14.351.249	16,1	12.062.223	12,9	11.325.749	11,9	5.913.690	6,5	
Prestiti obbligazionari	609.442	0,8	493.015	0,6	631.629	0,8	633.111	0,8	684.809	0,9	693.064	0,8	991.325	1,1	2.693.746	2,9	3.861.235	4,1	3.274.289	3,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/	1.833.663	2,5	3.546.550	4,7	2.707.594	3,5	2.334.246	3,0	2.055.620	2,6	2.166.831	2,6	1.598.504	1,8	1.009.145	1,1	1.077.573	1,1	900.944	1,0	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	1.732.331	2,4	2.433.081	3,2	3.949.086	5,1	3.781.424	4,8	3.786.153	4,7	3.337.598	3,9	3.440.921	3,9	1.109.243	1,2	1.433.876	1,5	2.388.634	2,6	
Altri Debiti finanziari	1.951.742	2,7	1.685.796	2,2	1.572.037	2,1	1.636.267	2,0	1.415.336	1,8	1.519.153	1,8	1.386.719	1,5	1.458.879	1,5	1.419.307	1,5	1.579.243	1,7	
Debiti finanziari a m/ termine	6.127.178	8,4	8.158.442	10,7	8.860.346	11,5	8.385.048	10,6	7.941.918	10,0	7.716.646	9,1	7.417.469	8,3	6.271.013	6,7	7.791.991	8,2	8.143.110	8,9	
Capitale sociale	8.969.042	12,3	9.504.534	12,5	10.296.924	13,4	11.109.985	14,1	11.422.490	14,3	13.625.609	16,1	14.305.803	16,0	12.825.957	13,7	13.372.468	14,1	14.588.831	16,0	
Riserve	8.255.605	11,3	8.994.469	11,8	9.001.561	11,7	8.654.963	11,0	10.544.974	13,2	8.045.661	9,5	7.820.020	8,8	15.767.351	16,9	15.214.011	16,0	13.340.270	14,6	
Risultato d'esercizio	1.134.451	1,6	1.395.164	1,9	- 191.872	- 0,2	1.690.010	2,1	- 4.444.349	- 5,5	- 2.020.698	- 2,4	- 1.144.815	- 1,3	- 1.335.320	- 1,5	- 1.098.234	- 1,2	- 144.531	- 0,2	
Capitale netto	18.359.098	25,2	19.894.167	26,2	19.106.613	24,9	21.454.958	27,2	17.523.115	22,0	19.650.572	23,2	20.981.008	23,5	27.257.988	29,1	27.488.245	28,9	27.784.570	30,4	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	59.365.955	100,0	59.493.751	100,0	47.487.000	100,0	49.808.028	100,0	52.432.757	100,0	51.901.031	100,0	54.214.221	100,0	59.753.836	100,0	65.963.038	100,0	72.259.728	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Distribuzione al dettaglio

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	2.911.745	7,2	2.000.696	4,5	2.542.099	5,6	3.088.238	6,7	2.968.268	6,4	3.258.230	7,1	3.364.382	7,3	3.543.501	7,5	3.643.099	7,6	3.751.920	7,7	
Titoli a reddito fisso	4.273.635	10,5	4.371.575	9,8	5.731.472	12,7	5.902.452	12,7	5.498.834	11,9	4.891.284	10,7	5.729.574	12,3	6.624.782	13,9	6.172.054	12,9	6.031.802	12,5	
Disponibilità finanziarie	7.185.380	17,7	6.372.271	14,3	8.273.571	18,3	8.990.690	19,4	8.467.102	18,3	8.149.514	17,8	9.093.956	19,6	10.168.283	21,4	9.815.153	20,5	9.783.722	20,2	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	1.039.835	2,6	1.291.409	2,9	866.360	1,9	1.961.805	4,2	1.670.486	3,6	1.943.264	4,3	2.350.626	5,1	2.652.604	5,6	2.169.234	4,5	2.378.431	4,9	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	10.964.628	26,9	11.538.979	25,8	11.970.778	26,5	11.506.756	24,8	11.119.076	24,0	11.183.437	24,4	11.504.756	24,8	10.951.390	23,1	10.594.962	22,2	9.869.100	20,3	
Debiti finanziari a breve termine	12.004.463	29,5	12.830.388	28,7	12.837.138	28,4	13.468.561	29,0	12.789.562	27,6	13.126.701	28,7	13.855.382	29,9	13.603.994	28,7	12.764.196	26,7	12.247.531	25,2	
Prestiti obbligazionari	1.518	...	1.518	...	1.518	...	...	...	...	...	...	...	2.466	...	2.466	...	2.466	...	2.466	...	
Debiti finanziari v/ banche a m/	1.938.931	4,8	1.651.239	3,7	2.069.620	4,6	1.674.007	3,6	1.715.697	3,7	1.655.139	3,6	1.741.661	3,8	1.492.912	3,1	1.899.072	4,0	1.549.675	3,2	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	609.018	1,5	507.911	1,2	841.910	1,8	719.603	1,6	847.151	1,8	937.961	2,1	1.084.190	2,3	1.225.930	2,6	1.211.613	2,5	899.549	1,9	
Altri Debiti finanziari	38.087	0,1	54.274	0,1	75.178	0,2	96.411	0,2	90.361	0,2	83.798	0,2	135.452	0,3	88.421	0,2	83.632	0,2	69.098	0,1	
Debiti finanziari a m/ termine	2.587.554	6,4	2.214.942	5,0	2.988.226	6,6	2.490.021	5,4	2.653.209	5,7	2.676.898	5,9	2.963.769	6,4	2.809.729	5,9	3.196.783	6,7	2.520.788	5,2	
Capitale sociale	2.570.777	6,3	2.718.773	6,1	3.022.855	6,7	3.067.030	6,6	3.181.221	6,9	2.970.203	6,5	3.012.137	6,5	3.049.013	6,4	3.086.028	6,5	3.333.514	6,9	
Riserve	8.457.708	20,8	11.908.955	26,7	11.302.890	25,0	11.413.254	24,6	12.029.888	26,0	12.011.439	26,3	12.244.378	26,4	13.758.075	29,0	13.933.147	29,2	15.377.541	31,7	
Risultato d'esercizio	742.124	1,9	- 68.206	- 0,2	207.385	0,4	575.039	1,3	221.934	0,5	380.998	0,8	426.069	1,0	341.148	0,7	745.364	1,5	627.141	1,3	
Capitale netto	11.770.609	29,0	14.559.522	32,6	14.533.130	32,1	15.055.323	32,5	15.433.043	33,4	15.362.640	33,6	15.682.584	33,9	17.148.236	36,1	17.764.539	37,2	19.338.196	39,9	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	45.073.920	100,0	48.116.227	100,0	48.793.210	100,0	51.167.668	100,0	52.770.870	100,0	53.660.899	100,0	54.236.355	100,0	54.558.779	100,0	56.307.638	100,0	57.166.590	100,0	

Note: i dati in euro sono espressi in migliaia

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Elettrodomestici e apparecchi televisivi

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	238.855	3,2	75.532	1,1	136.360	2,1	89.537	1,3	124.742	1,8	143.712	2,1	191.848	2,7	142.884	1,8	121.671	1,5	134.659	1,7	
Titoli a reddito fisso	30.339	0,4	619	...	664	...	4.665	0,1	711	...	755	...	1.368	...	5.221	0,1	4.297	0,1	15.022	0,2	
Disponibilità finanziarie	269.194	3,6	76.151	1,1	137.024	2,1	94.202	1,4	125.453	1,8	144.467	2,1	193.216	2,7	148.105	1,9	125.968	1,6	149.681	1,9	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	652.896	8,8	647.496	9,0	401.512	6,1	383.366	5,7	493.401	7,2	605.391	8,7	613.812	8,5	592.592	7,8	584.843	7,4	569.066	7,4	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	403.049	5,5	205.767	2,9	299.352	4,5	475.439	7,1	631.656	9,3	561.594	8,0	552.615	7,6	707.825	9,3	860.550	11,0	857.708	11,2	
Debiti finanziari a breve termine	1.055.945	14,3	853.263	11,9	700.864	10,6	858.805	12,8	1.125.057	16,5	1.166.985	16,7	1.166.427	16,1	1.300.417	17,1	1.445.393	18,4	1.426.774	18,6	
Prestiti obbligazionari	7.747	0,1	7.747	0,1	4.751	0,1	4.751	0,1	3.977	0,1	64.067	0,9	55.126	0,8	54.836	0,7	52.025	0,7	45.915	0,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	117.893	1,6	336.125	4,7	202.653	3,1	128.736	1,9	203.284	3,0	251.622	3,6	203.278	2,8	110.779	1,5	83.484	1,1	80.188	1,0	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	229.493	3,1	292.293	4,1	238.194	3,5	185.494	2,8	183.494	2,7	183.494	2,6	216.409	3,0	159.702	2,1	194.856	2,5	55.108	0,7	
Altri Debiti finanziari	26.484	0,4	20.399	0,3	19.168	0,3	33.680	0,5	37.261	0,5	108.361	1,6	383.503	5,2	379.840	5,0	403.062	5,0	373.581	4,9	
Debiti finanziari a m/l termine	381.617	5,2	656.564	9,2	464.766	7,0	352.661	5,3	428.016	6,3	607.544	8,7	858.316	11,8	705.157	9,3	733.427	9,3	554.792	7,2	
Capitale sociale	1.233.206	16,7	1.260.137	17,6	1.254.865	19,0	1.254.891	18,7	1.254.896	18,4	1.352.401	19,3	1.360.435	18,7	1.362.811	17,9	1.362.811	17,3	1.287.811	16,7	
Riserve	1.164.685	15,7	1.107.953	15,5	1.223.363	18,5	1.154.660	17,2	1.226.872	18,0	1.087.856	15,6	1.102.723	15,2	1.236.945	16,3	1.206.601	15,3	1.541.092	20,0	
Risultato d'esercizio	228.591	3,0	197.784	2,7	133.328	1,9	187.652	2,9	108.753	1,5	205.685	3,0	232.494	3,2	106.266	1,4	312.843	4,0	239.305	3,2	
Capitale netto	2.626.482	35,4	2.565.874	35,8	2.611.556	39,4	2.597.203	38,8	2.590.521	37,9	2.645.942	37,9	2.695.652	37,1	2.706.022	35,6	2.882.255	36,6	3.068.208	39,9	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	9.835.871	100,0	9.280.253	100,0	7.814.179	100,0	7.781.615	100,0	7.464.093	100,0	7.019.305	100,0	7.024.920	100,0	7.112.951	100,0	7.189.812	100,0	6.607.759	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "4c-2017"

Elettronico

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	496.174	4,0	496.338	4,4	553.687	5,1	550.351	4,3	470.064	3,6	554.026	4,3	418.857	3,3	499.222	4,1	326.768	2,7	402.201	3,6
Titoli a reddito fisso	1.274	...	1.113	...	39.430	0,4	72.823	0,5	157.598	1,2	142.164	1,1	34.028	0,3	61.072	0,5	84.815	0,7	95.540	0,8
Disponibilità finanziarie	497.448	4,0	497.451	4,4	593.117	5,5	623.174	4,8	627.662	4,8	696.190	5,4	452.885	3,6	560.294	4,6	411.583	3,4	497.741	4,4
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	413.589	3,3	434.907	3,8	424.187	3,9	440.984	3,4	467.103	3,5	484.100	3,8	597.462	4,8	630.297	5,2	429.015	3,5	427.507	3,8
Debiti finanziari a breve v/ consociate	1.485.036	11,9	843.188	7,5	865.976	8,0	1.120.192	8,7	1.139.732	8,7	1.090.914	8,5	1.088.183	8,7	1.223.354	10,0	902.172	7,4	788.074	7,1
Debiti finanziari a breve termine	1.898.625	15,2	1.278.095	11,3	1.290.163	11,9	1.561.176	12,1	1.606.835	12,2	1.575.014	12,3	1.685.645	13,5	1.853.651	15,2	1.331.187	10,9	1.215.581	10,9
Prestiti obbligazionari	5.090	...	3.590	...	2.590	...	2.590	...	3.715	...	2.590	...	-	-	-	-	-	-	-	-
Debiti finanziari v/ banche a m/l	71.457	0,6	85.332	0,8	79.741	0,8	138.720	1,1	192.965	1,5	314.752	2,5	267.108	2,1	178.386	1,5	245.139	2,0	267.565	2,4
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	88.059	0,7	330.971	2,9	137.418	1,3	332.160	2,6	353.956	2,7	507.787	4,0	444.890	3,6	228.713	1,9	222.999	1,8	198.016	1,8
Altri Debiti finanziari	382.189	3,1	149.776	1,3	121.279	1,1	73.015	0,5	62.837	0,5	73.311	0,5	98.940	0,8	128.895	1,0	145.655	1,2	162.280	1,4
Debiti finanziari a m/l/ termine	546.795	4,4	569.669	5,0	341.028	3,2	546.485	4,2	613.473	4,7	898.440	7,0	810.938	6,5	535.994	4,4	613.793	5,0	627.861	5,6
Capitale sociale	2.654.412	21,2	2.557.808	22,5	2.216.170	20,5	2.393.124	18,6	2.349.554	17,8	2.331.100	18,2	2.053.593	16,5	1.782.691	14,6	1.818.778	14,9	1.580.053	14,1
Riserve	1.463.784	11,7	1.512.216	13,3	1.496.353	13,8	1.815.971	14,1	1.979.758	15,0	2.014.390	15,8	2.115.441	17,0	2.204.304	18,0	2.632.042	21,6	2.462.835	22,0
Risultato d'esercizio	- 273.857	- 2,2	- 304.739	- 2,6	- 122.213	- 1,1	327.536	2,6	305.095	2,4	26.072	0,2	- 23.061	- 0,2	19.950	0,2	268.583	2,2	- 29.398	- 0,3
Capitale netto	3.844.339	30,7	3.765.285	33,2	3.590.310	33,2	4.536.631	35,3	4.634.407	35,2	4.371.562	34,2	4.145.973	33,3	4.006.945	32,8	4.719.403	38,7	4.013.490	35,8
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	10.229.729	100,0	9.712.908	100,0	8.989.698	100,0	9.731.668	100,0	10.280.252	100,0	9.974.206	100,0	9.383.212	100,0	8.953.331	100,0	9.071.052	100,0	8.799.208	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Emissioni radio-tv

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITA																					
Cassa e banche	260.577	2,7	134.096	1,4	203.915	2,0	166.708	1,6	263.834	2,5	30.297	0,3	150.297	1,6	252.010	2,2	265.172	2,3	197.856	1,8	
Titoli a reddito fisso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.335	...	2.285	...	-	-	
Disponibilità finanziarie	260.577	2,7	134.096	1,4	203.915	2,0	166.708	1,6	263.834	2,5	30.297	0,3	150.297	1,6	254.345	2,2	267.457	2,3	197.856	1,8	
PASSIVITA																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	19.055	0,2	9.608	0,1	167.638	1,6	152.856	1,5	78.551	0,7	224.705	2,2	250.058	2,7	112.941	1,0	39.770	0,3	202.298	1,9	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	2.539.268	26,7	2.329.514	23,7	3.108.841	29,9	3.140.915	30,7	3.242.984	30,1	2.866.606	28,4	2.838.815	30,2	2.604.574	22,2	2.601.038	22,7	1.957.305	17,9	
Debiti finanziari a breve termine	2.558.323	26,9	2.339.122	23,8	3.276.479	31,5	3.293.771	32,2	3.321.535	30,8	3.091.311	30,6	3.088.873	32,9	2.717.515	23,2	2.640.808	23,0	2.159.603	19,8	
Prestiti obbligazionari	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	346.066	3,0	346.946	3,2	
Debiti finanziari v/ banche a m/	14	...	-	-	1.403	...	1.722	...	211.184	1,9	197.532	2,0	207.203	2,2	327.563	2,8	135.410	1,2	95.930	0,9	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	-	-	-	-	-	-	3.980	0,1	5.855	0,1	13	...	-	-	-	-	-	-	-	-	
Altri Debiti finanziari	1.135	...	303	...	1.854	...	1.614	...	828	...	866	...	68	...	854	...	2.917	...	358	...	
Debiti finanziari a m/ termine	1.149	...	303	...	3.257	...	7.316	0,1	217.867	2,0	198.411	2,0	207.271	2,2	328.417	2,8	484.393	4,2	443.234	4,1	
Capitale sociale	1.651.218	17,3	1.651.218	16,8	1.328.413	12,8	1.328.413	13,0	1.328.413	12,3	1.340.490	13,3	1.464.371	15,6	1.444.912	12,3	1.444.912	12,6	1.557.061	14,3	
Riserve	727.929	7,6	918.535	9,3	1.013.165	9,7	1.013.165	11,2	1.060.273	9,8	1.365.412	13,5	938.999	10,0	1.681.381	14,4	1.746.902	15,3	2.728.865	25,0	
Risultato d'esercizio	414.575	4,5	720.574	7,3	354.108	3,4	354.108	3,2	263.034	2,5	- 416.620	- 4,2	- 104.303	- 1,1	- 75.084	- 0,6	1.311	...	- 842.650	- 7,8	
Capitale netto	2.793.722	29,4	3.290.327	33,4	2.695.686	25,9	2.695.686	27,4	2.651.720	24,6	2.289.282	22,6	2.299.067	24,5	3.051.209	26,1	3.193.125	27,9	3.443.276	31,5	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	8.122.666	100,0	8.440.125	100,0	8.583.820	100,0	8.817.383	100,0	8.478.230	100,0	7.903.924	100,0	7.672.466	100,0	7.355.919	100,0	7.389.803	100,0	7.816.664	100,0	

Nota: I dati in euro sono espressi in migliaia.
Fonte: studio mbres "4c 2017"

Energia e gas

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	1.197.167	0,7	3.436.334	2,1	2.559.114	1,6	3.815.444	2,3	4.076.872	2,4	11.167.652	6,2	6.998.129	3,9	10.560.638	5,9	9.224.248	5,2	6.407.065	3,6	
Titoli a reddito fisso	84.939	0,1	61.131	...	78.428	...	66.593	...	35.280	...	32.532	...	40.015	...	43.211	...	134.389	0,1	140.670	0,1	
Disponibilità finanziarie	1.282.106	0,8	3.497.465	2,1	2.637.542	1,6	3.882.037	2,3	4.112.152	2,4	11.200.184	6,2	7.038.144	3,9	10.603.849	5,9	9.358.637	5,3	6.547.735	3,7	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	5.884.947	3,8	4.858.368	3,0	5.154.220	3,1	3.991.153	2,4	9.084.039	5,4	6.975.333	3,9	10.330.341	5,8	12.053.074	6,7	10.393.584	5,9	9.506.029	5,4	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	16.981.636	10,9	7.160.711	4,3	5.858.309	3,5	7.696.024	4,6	8.552.517	5,0	5.528.602	3,0	5.030.304	2,8	7.605.063	4,3	9.343.596	5,2	12.775.051	7,3	
Debiti finanziari a breve termine	22.866.583	14,7	12.019.079	7,3	11.012.529	6,6	11.687.177	7,0	17.636.556	10,4	12.503.935	6,9	15.360.645	8,6	19.658.137	11,0	19.737.180	11,1	22.281.080	12,7	
Prestiti obbligazionari	18.020.357	11,6	17.814.565	10,8	19.624.253	11,7	22.292.966	13,4	22.796.012	13,5	33.228.870	18,4	36.350.822	20,2	36.598.777	20,5	32.732.176	18,5	28.279.417	16,2	
Debiti finanziari v/ banche a m/	21.580.414	13,9	25.755.751	15,7	18.106.770	10,8	16.744.650	10,1	13.410.703	7,9	17.088.919	9,4	11.034.384	6,1	10.624.847	5,9	11.959.693	6,8	12.228.451	7,0	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	7.058.851	4,5	18.291.443	11,1	19.294.300	11,5	11.471.410	6,9	11.408.789	6,7	13.689.746	7,6	14.938.641	8,3	13.334.086	7,5	14.391.935	8,1	11.832.712	6,8	
Altri Debiti finanziari	1.666.675	1,0	2.797.933	1,7	2.663.279	1,6	2.504.272	1,5	2.832.813	1,7	3.102.421	1,7	2.892.985	1,7	2.213.080	1,2	1.715.029	0,9	2.271.752	1,2	
Debiti finanziari a m/ termine	48.326.297	31,0	64.659.692	39,3	59.688.602	35,6	53.013.298	31,9	50.448.317	29,8	67.109.956	37,1	65.216.832	36,3	62.770.790	35,1	60.798.833	34,3	54.612.332	31,2	
Capitale sociale	21.462.430	13,8	21.361.724	13,0	26.302.824	15,7	26.676.801	16,1	26.897.669	15,9	26.889.718	14,9	26.077.120	14,5	26.128.849	14,6	26.221.826	14,8	26.954.866	15,4	
Riserve	25.568.456	16,4	26.305.979	16,0	34.262.463	20,4	37.564.517	22,6	37.387.650	22,1	34.248.206	18,9	33.674.684	18,8	31.841.487	17,8	30.085.082	17,0	30.925.032	17,7	
Risultato d'esercizio	6.487.062	4,2	6.184.820	3,8	6.069.748	3,6	5.297.394	3,2	2.063.410	1,2	3.349.743	1,9	2.649.440	1,4	1.200.688	0,7	3.447.339	2,0	4.261.100	2,5	
Capitale netto	53.517.948	34,4	53.852.523	32,8	66.635.035	39,7	69.538.712	41,9	66.348.729	39,2	64.487.667	35,7	62.401.244	34,7	59.171.024	33,1	59.754.247	33,8	62.140.998	35,6	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	61.092.956	100,0	70.982.386	100,0	64.622.618	100,0	66.042.836	100,0	72.683.809	100,0	77.443.044	100,0	76.043.049	100,0	72.771.009	100,0	70.996.313	100,0	65.985.536	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Farmaceutico e cosmetico

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016			
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%		
ATTIVITÀ																						
Cassa e banche	866.522	3,5	960.365	3,7	976.459	3,8	1.053.675	3,9	1.175.077	4,4	1.216.371	4,4	1.346.932	4,9	1.317.151	4,4	1.417.152	4,5	1.421.642	4,4		
Titoli a reddito fisso	46.651	0,2	263.770	1,0	142.601	0,5	385.503	1,4	255.593	1,0	156.964	0,6	156.147	0,5	371.288	1,2	594.589	2,0	602.803	1,9		
Disponibilità finanziarie	913.173	3,7	1.224.135	4,7	1.119.060	4,3	1.439.178	5,3	1.430.670	5,4	1.373.335	5,0	1.503.079	5,4	1.688.439	5,6	2.011.741	6,5	2.024.445	6,3		
PASSIVITÀ																						
Debiti finanziari a breve v/ terzi	987.885	4,0	1.381.303	5,3	1.016.527	3,9	1.081.931	4,0	1.130.308	4,2	924.495	3,4	1.078.452	3,9	820.963	2,7	794.272	2,5	747.183	2,3		
Debiti finanziari a breve v/ consociate	3.600.660	14,8	3.975.761	15,3	3.909.718	15,2	4.674.534	17,3	3.789.227	14,2	3.546.178	12,8	3.869.411	14,0	3.730.265	12,5	2.130.136	6,9	1.942.324	6,1		
Debiti finanziari a breve termine	4.588.545	18,8	5.357.064	20,6	4.926.245	19,1	5.756.465	21,3	4.919.535	18,4	4.470.673	16,2	4.947.863	17,9	4.551.228	15,2	2.924.408	9,4	2.689.507	8,4		
Prestiti obbligazionari	59.000	0,2	50.500	0,2	57.500	0,2	54.000	0,2	56.000	0,2	56.000	0,2	54.000	0,2	406.709	1,4	336.410	1,1	327.906	1,0		
Debiti finanziari v/ banche a m/l	1.658.323	6,8	1.489.622	5,7	1.586.681	6,1	1.544.030	5,7	1.523.238	5,7	1.027.554	3,7	812.246	2,9	720.975	2,4	1.083.825	3,5	1.314.308	4,1		
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	2.260.081	9,2	2.481.198	9,5	2.136.932	8,3	1.957.863	7,2	2.263.612	8,5	2.650.187	9,7	1.792.612	6,5	1.307.503	4,4	1.102.479	3,5	869.051	2,7		
Altri Debiti finanziari	63.108	0,3	73.571	0,3	45.513	0,2	52.856	0,2	42.069	0,2	38.389	0,1	47.673	0,2	213.183	0,6	104.300	0,3	279.575	0,9		
Debiti finanziari a m/l/termine	4.040.512	16,5	4.094.891	15,7	3.826.626	14,8	3.608.749	13,3	3.884.919	14,6	3.772.130	13,7	2.706.531	9,8	2.648.370	8,8	2.627.014	8,4	2.790.840	8,7		
Capitale sociale	2.949.989	12,1	3.277.858	12,6	3.227.342	12,5	3.603.567	13,3	3.594.806	13,5	3.646.085	13,2	3.705.803	13,4	3.986.511	13,3	4.029.745	12,9	4.054.975	12,6		
Riserve	3.303.261	13,5	4.281.106	16,4	4.142.792	16,1	3.984.650	14,7	4.054.705	15,2	5.216.065	18,9	6.213.309	22,5	8.405.665	28,1	10.306.430	33,1	11.193.437	34,9		
Risultato d'esercizio	1.333.220	5,5	1.051.908	4,1	1.384.625	5,3	1.855.373	6,9	1.719.316	6,4	1.963.184	7,2	1.797.345	6,5	2.084.727	6,9	2.145.497	6,9	2.081.923	6,5		
Capitale netto	7.586.470	31,1	8.610.872	33,1	8.754.759	33,9	9.443.590	34,9	9.368.827	35,1	10.825.334	39,3	11.716.457	42,4	14.476.903	48,3	16.481.672	52,9	17.330.335	54,0		
CONTO ECONOMICO																						
Fatturato netto	24.653.465	100,0	25.054.240	100,0	25.818.956	100,0	25.563.345	100,0	26.593.032	100,0	26.305.125	100,0	26.600.154	100,0	26.409.887	100,0	27.448.415	100,0	28.354.315	100,0		

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;
Fonte: studio mbres "dc 2017"

Gomma e cavi

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	61.695	1,0	99.232	1,3	96.779	1,3	136.665	1,5	199.739	1,9	227.616	2,1	126.494	1,2	111.050	1,0	118.196	1,2	171.953	1,7
Titoli a reddito fisso	1.005	...	1.197	...	1	...	1	...	1	...	3.050	...	2.636	...	3.345	...	2.895	...	24.260	0,2
Disponibilità finanziarie	62.700	1,0	100.429	1,3	96.780	1,3	136.666	1,5	199.740	1,9	230.666	2,1	129.130	1,2	114.395	1,0	121.091	1,2	196.213	1,9
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	272.771	4,2	368.333	4,7	246.984	3,2	442.657	4,8	512.757	4,9	385.286	3,5	404.326	3,8	398.239	3,5	351.467	3,5	223.618	2,2
Debiti finanziari a breve v/ consociate	752.509	11,6	1.496.891	19,3	773.365	10,0	817.274	8,8	1.138.454	10,9	1.380.937	12,6	1.888.339	17,5	1.517.595	13,2	2.205.489	22,3	1.848.679	18,2
Debiti finanziari a breve termine	1.025.280	15,8	1.865.224	24,0	1.020.349	13,2	1.259.931	13,6	1.651.211	15,8	1.766.223	16,1	2.292.665	21,3	1.915.834	16,7	2.556.956	25,8	2.072.297	20,4
Prestiti obbligazionari	9.882	0,2	7.070	0,1	10.114	0,1	8.352	0,1	6.328	0,1	8.802	0,1	7.277	0,1	4.400	...	3.489	...	2.689	...
Debiti finanziari v/ banche a m/l	507.709	7,8	409.786	5,3	485.443	6,3	455.059	4,9	367.404	3,5	445.131	4,0	300.687	2,8	230.256	2,0	189.345	1,9	184.495	1,8
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	135.149	2,1	49.850	0,6	602.629	7,8	717.614	7,7	356.352	3,4	914.028	8,4	689.739	6,4	1.404.428	12,3	505.687	5,2	1.102.154	10,9
Altri Debiti finanziari	13.577	0,2	13.561	0,2	4.456	0,1	4.848	0,1	3.743	...	2.377	...	1.191	...	540	...	21.007	0,2	19.703	0,2
Debiti finanziari a m/l termine	666.317	10,3	480.267	6,2	1.102.642	14,3	1.185.873	12,8	733.827	7,0	1.370.338	12,5	998.894	9,3	1.639.624	14,3	719.528	7,3	1.309.041	12,9
Capitale sociale	781.909	12,1	978.920	12,6	989.102	12,8	992.882	10,7	1.458.694	13,9	1.475.096	13,4	1.475.140	13,7	1.564.374	13,6	1.596.229	16,1	1.400.652	13,8
Riserve	753.058	11,6	1.044.716	13,4	1.344.659	17,4	1.329.889	14,4	1.461.434	13,9	1.077.122	9,8	1.243.456	11,5	1.130.061	9,8	1.455.291	14,7	1.699.672	16,7
Risultato d'esercizio	400.885	6,2	421.372	5,5	205.307	2,7	510.748	5,5	374.407	3,6	767.440	7,0	466.005	4,4	431.303	3,8	400.533	4,0	543.407	5,3
Capitale netto	1.935.852	29,9	2.445.008	31,5	2.539.068	32,9	2.833.519	30,6	3.294.535	31,4	3.319.658	30,2	3.184.601	29,6	3.125.738	27,2	3.452.053	34,8	3.643.731	35,8
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	10.196.907	100,0	10.050.284	100,0	8.202.523	100,0	8.747.787	100,0	10.789.253	100,0	9.721.049	100,0	8.933.828	100,0	8.811.722	100,0	9.277.719	100,0	9.153.334	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc-2017"

Impiantistico

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	1.754.607	8,4	972.770	4,0	603.697	2,3	541.232	2,0	617.643	2,4	613.547	2,5	654.919	2,6	755.195	3,0	893.604	3,7	1.469.589	5,9	
Titoli a reddito fisso	9.872	...	57.237	0,2	81.179	0,3	81.839	0,3	98.836	0,4	58.769	0,2	13.197	0,1	517	...	52.058	0,2	37.379	0,2	
Disponibilità finanziarie	1.764.479	8,4	1.030.007	4,2	684.876	2,6	623.071	2,3	716.479	2,8	672.316	2,7	668.116	2,7	755.712	3,0	945.662	3,9	1.506.968	6,1	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	248.300	1,2	350.558	1,4	580.446	2,2	737.531	2,7	617.294	2,4	875.782	3,5	397.741	1,6	545.090	2,2	600.655	2,5	418.714	1,7	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	1.519.138	7,2	858.368	3,6	572.910	2,2	901.924	3,4	1.288.288	5,0	1.876.216	7,6	1.634.797	6,7	501.963	2,0	807.930	3,3	464.575	1,9	
Debiti finanziari a breve termine	1.767.438	8,4	1.208.926	5,0	1.153.356	4,4	1.639.455	6,1	1.905.582	7,4	2.751.998	11,1	2.032.538	8,3	1.047.053	4,2	1.408.585	5,8	883.289	3,6	
Prestiti obbligazionari	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	697.159	3,3	657.765	2,7	345.965	1,3	327.567	1,2	328.388	1,3	314.194	1,3	673.333	2,8	413.558	1,7	722.596	3,0	733.304	3,0	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	402.965	1,9	505.472	2,1	773.728	3,0	764.542	2,8	933.837	3,6	1.002.300	4,0	1.242.300	5,1	1.903.350	7,6	1.990.000	8,3	190.000	0,8	
Altri Debiti finanziari	18.240	0,1	387.182	1,6	361.871	1,4	342.633	1,3	4.571	...	5.637	...	4.052	...	7.256	...	47.642	0,2	51.420	0,2	
Debiti finanziari a m/l termine	1.118.364	5,3	1.550.419	6,4	1.481.564	5,7	1.434.742	5,3	1.266.796	4,9	1.322.131	5,3	1.919.685	7,9	2.324.164	9,3	2.760.238	11,5	974.724	4,0	
Capitale sociale	974.753	4,6	974.700	4,0	974.733	3,8	993.423	3,7	1.209.217	4,7	1.127.276	4,6	976.375	4,0	1.052.480	4,2	1.062.817	4,4	2.768.907	11,3	
Riserve	436.489	2,1	645.575	2,7	1.121.033	4,3	1.414.295	5,2	1.204.190	4,7	1.508.995	6,1	1.614.025	6,6	2.033.546	8,2	2.098.643	8,7	3.683.105	15,0	
Risultato d'esercizio	989.747	4,7	682.595	2,8	659.779	2,5	304.254	1,1	522.479	2,0	2.187	...	443.512	1,8	20.874	0,1	- 171.576	- 0,7	- 617.244	- 2,6	
Capitale netto	2.400.989	11,4	2.302.870	9,5	2.755.545	10,6	2.711.972	10,0	2.935.886	11,4	2.638.458	10,7	3.033.912	12,4	3.106.900	12,5	2.989.884	12,4	5.834.768	23,7	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	10.815.184	100,0	11.751.964	100,0	11.125.024	100,0	10.733.396	100,0	10.888.705	100,0	10.880.593	100,0	9.607.102	100,0	8.995.633	100,0	8.049.037	100,0	8.228.189	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;
Fonte: studio mbres "4c 2017"

Imprese di costruzione

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITA																					
Cassa e banche	1.198.167	8,9	1.075.732	7,4	1.114.449	6,9	949.316	5,5	1.264.847	6,8	1.756.379	8,5	1.266.276	5,6	1.591.439	6,8	1.851.234	7,5	1.898.238	7,0	
Titoli a reddito fisso	198.634	1,5	106.471	0,7	157.307	0,9	148.650	0,9	81.009	0,5	76.288	0,4	109.312	0,5	115.448	0,5	131.782	0,5	129.336	0,4	
Disponibilità finanziarie	1.396.801	10,4	1.182.203	8,1	1.271.756	7,8	1.097.966	6,4	1.345.856	7,3	1.832.667	8,9	1.375.588	6,1	1.706.887	7,3	1.983.016	8,0	2.027.574	7,4	
PASSIVITA																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	1.552.923	11,6	1.570.404	10,8	1.713.096	10,5	1.608.624	9,4	1.812.864	9,8	1.969.557	9,5	1.899.383	8,4	1.488.477	6,4	2.200.637	8,9	2.000.887	7,3	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	282.522	2,1	294.698	2,0	262.325	1,6	394.965	2,3	397.875	2,1	511.805	2,5	946.010	4,2	1.358.669	5,8	1.166.873	4,7	1.403.382	5,2	
Debiti finanziari a breve termine	1.835.445	13,7	1.865.102	12,8	1.975.421	12,1	2.003.589	11,7	2.210.739	11,9	2.481.362	12,0	2.845.393	12,6	2.847.146	12,2	3.367.510	13,6	3.404.269	12,5	
Prestiti obbligazionari	4.000	...	-	-	7.000	...	7.000	...	8.000	...	-	-	1.110.664	4,9	1.569.230	6,7	1.568.218	6,3	2.054.018	7,5	
Debiti finanziari v/ banche a m/	1.282.288	9,6	1.375.173	9,4	1.551.069	9,5	1.413.085	8,3	1.162.342	6,3	1.474.696	7,1	1.434.935	6,4	1.517.563	6,5	2.021.907	8,2	2.428.894	8,9	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	12.467	0,1	13.211	0,1	518.354	3,2	594.324	3,5	619.180	3,3	633.828	3,1	561.903	2,5	52.123	0,2	37.341	0,2	27.817	0,1	
Altri Debiti finanziari	81.795	0,6	88.335	0,6	123.865	0,8	129.949	0,7	135.962	0,8	203.892	1,0	280.299	1,2	139.445	0,6	180.347	0,7	208.574	0,8	
Debiti finanziari a m/ termine	1.380.550	10,3	1.476.719	10,1	2.200.288	13,5	2.144.358	12,5	1.925.484	10,4	2.312.416	11,2	3.387.801	15,0	3.278.361	14,0	3.807.813	15,4	4.719.303	17,3	
Capitale sociale	1.512.350	11,3	1.564.513	10,7	2.001.217	12,3	2.011.339	11,8	2.045.196	11,0	1.919.759	9,3	1.998.666	8,9	1.984.393	8,5	1.984.534	8,0	1.991.163	7,3	
Riserve	1.097.078	8,2	1.230.199	8,4	1.249.482	7,7	1.565.481	9,2	1.915.757	10,3	2.177.007	10,5	1.992.548	8,8	2.553.020	10,9	2.861.930	11,6	3.012.951	11,0	
Risultato d'esercizio	184.888	1,4	272.591	1,9	284.718	1,7	414.618	2,3	269.506	1,5	873.323	4,2	274.748	1,2	433.159	1,9	205.727	0,8	342.814	1,3	
Capitale netto	2.794.316	20,9	3.067.303	21,0	3.535.417	21,7	3.991.438	23,3	4.230.459	22,8	4.970.089	24,0	4.265.962	18,9	4.970.572	21,3	5.052.191	20,4	5.346.928	19,6	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	8.510.634	100,0	8.847.019	100,0	8.978.391	100,0	9.273.933	100,0	10.158.899	100,0	9.977.309	100,0	10.975.407	100,0	11.454.703	100,0	11.917.804	100,0	11.283.024	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "Ic 2017"

Legno e mobili

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	215.620	4,7	190.993	3,9	183.905	3,8	189.428	3,9	161.190	3,4	145.670	3,1	167.044	3,5	197.376	4,1	245.725	5,1	332.027	6,3	
Titoli a reddito fisso	14.989	0,3	14.408	0,3	20.732	0,5	47.613	0,9	41.983	0,8	34.931	0,8	43.976	0,9	50.089	1,1	64.767	1,3	27.958	0,6	
Disponibilità finanziarie	230.609	5,0	205.401	4,2	204.637	4,3	237.041	4,8	203.173	4,2	180.601	3,9	211.020	4,4	247.465	5,2	310.492	6,4	359.985	6,9	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	734.581	16,1	721.188	14,6	746.579	15,5	682.917	13,9	764.673	16,0	784.790	16,8	767.031	16,2	687.619	14,4	610.723	12,6	574.426	11,0	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	6.107	0,1	17.819	0,4	56.671	1,2	156.127	3,2	131.921	2,7	34.312	0,7	85.803	1,8	62.029	1,3	72.689	1,5	83.618	1,6	
Debiti finanziari a breve termine	740.688	16,2	739.007	15,0	803.250	16,7	839.044	17,1	896.594	18,7	819.102	17,5	852.834	18,0	749.648	15,7	683.412	14,1	658.044	12,6	
Prestiti obbligazionari	69.480	1,5	76.780	1,5	59.980	1,2	64.980	1,3	65.550	1,4	72.550	1,6	74.232	1,6	68.780	1,4	62.130	1,3	38.550	0,7	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	579.995	12,7	588.792	11,9	527.846	11,0	592.115	12,1	510.318	10,6	403.797	8,6	358.450	7,6	342.582	7,2	388.889	8,0	578.866	11,1	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	63.263	1,4	78.919	1,6	73.727	1,5	34.266	0,7	33.741	0,7	36.091	0,8	47.598	0,9	100.244	2,1	104.979	2,2	60.982	1,2	
Altri Debiti finanziari	23.601	0,5	7.580	0,2	21.543	0,5	21.116	0,4	20.938	0,5	25.238	0,5	13.452	0,3	14.320	0,3	12.595	0,3	11.447	0,2	
Debiti finanziari a m/l termine	736.339	16,1	752.071	15,2	683.096	14,2	712.477	14,5	630.547	13,2	537.676	11,5	493.732	10,4	525.926	11,0	568.593	11,8	689.845	13,2	
Capitale sociale	517.641	11,3	524.273	10,6	524.921	10,9	575.963	11,7	585.161	12,2	582.879	12,5	589.084	12,4	603.465	12,6	605.236	12,5	607.862	11,6	
Riserve	1.023.081	22,3	1.512.645	30,6	1.509.010	31,4	1.435.512	29,3	1.346.585	28,1	1.294.521	27,7	1.297.305	27,3	1.229.248	25,7	1.203.117	24,9	1.487.193	28,4	
Risultato d'esercizio	50.993	1,1	5.133	0,1	66.425	1,4	4.760	0,1	14.803	0,3	6.799	0,1	39.996	0,8	24.517	0,5	204.739	4,2	143.466	2,7	
Capitale netto	1.591.715	34,7	2.031.785	41,1	1.967.506	40,9	2.006.715	40,9	1.916.943	40,0	1.884.199	40,3	1.846.393	38,9	1.857.230	38,8	2.013.092	41,6	2.238.521	42,7	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	4.370.441	100,0	4.203.653	100,0	3.443.754	100,0	3.727.493	100,0	3.816.351	100,0	3.752.931	100,0	3.804.430	100,0	3.927.636	100,0	4.081.921	100,0	4.160.813	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;
Fonte: studio mbres "dc 2017"

Meccanico

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	2.594.245	5,3	2.571.979	4,9	3.433.985	6,8	3.510.229	6,6	3.239.361	5,6	3.742.055	6,2	3.764.251	6,1	4.017.424	6,2	4.457.010	6,5	4.698.060	6,9	
Titoli a reddito fisso	308.368	0,6	252.423	0,5	337.083	0,6	410.491	0,8	340.606	0,6	285.938	0,5	317.753	0,5	577.367	0,9	690.185	1,0	866.260	1,3	
Disponibilità finanziarie	2.902.613	5,9	2.824.402	5,4	3.771.068	7,4	3.920.720	7,4	3.579.967	6,2	4.027.993	6,7	4.082.004	6,6	4.594.791	7,1	5.147.195	7,5	5.564.320	8,2	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	2.962.184	6,0	3.788.624	7,2	3.801.608	7,5	2.887.945	5,4	3.519.929	6,1	4.437.887	7,4	4.637.922	7,5	4.583.182	7,1	4.041.895	5,9	3.451.030	5,1	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	3.069.192	6,2	3.153.320	6,0	3.439.552	6,8	3.330.098	6,3	3.774.934	6,6	4.617.914	7,7	5.604.433	9,0	5.179.645	8,0	5.826.906	8,6	4.293.467	6,4	
Debiti finanziari a breve termine	6.031.376	12,2	6.941.944	13,2	7.241.160	14,3	6.218.043	11,7	7.294.863	12,7	9.055.801	15,1	10.242.355	16,5	9.762.827	15,1	9.868.801	14,5	7.744.497	11,5	
Prestiti obbligazionari	215.874	0,4	201.378	0,4	215.320	0,4	220.593	0,4	194.141	0,3	167.278	0,3	198.307	0,3	235.422	0,4	594.516	0,9	1.072.699	1,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/	2.689.968	5,5	3.465.037	6,6	3.473.752	6,8	3.690.752	7,0	3.641.992	6,3	3.320.320	5,5	2.997.686	4,8	3.405.894	5,3	3.787.026	5,5	4.226.639	6,2	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	699.195	1,4	723.843	1,4	699.819	1,4	1.086.996	2,0	1.107.519	2,0	1.332.680	2,2	1.377.632	2,3	1.315.294	2,0	1.414.169	2,1	1.306.666	1,9	
Altri Debiti finanziari	344.833	0,7	434.446	0,8	311.032	0,7	241.842	0,5	158.775	0,3	179.599	0,3	188.188	0,3	208.697	0,3	158.264	0,2	181.323	0,3	
Debiti finanziari a m/ termine	3.949.870	8,0	4.824.704	9,2	4.699.923	9,3	5.240.183	9,9	5.102.367	8,9	4.999.877	8,3	4.761.813	7,7	5.165.307	8,0	5.953.975	8,7	6.787.327	10,0	
Capitale sociale	4.325.185	8,8	4.429.884	8,4	4.591.818	9,0	4.534.979	8,6	4.742.339	8,2	4.638.911	7,7	4.771.655	7,7	4.774.934	7,4	4.921.193	7,2	4.937.416	7,3	
Riserve	8.858.734	18,0	9.793.164	18,6	11.487.611	22,6	11.494.544	21,7	11.803.556	20,5	14.400.403	23,9	14.882.288	23,9	15.786.062	24,4	17.521.379	25,7	19.399.099	28,7	
Risultato d'esercizio	1.877.625	3,8	2.016.237	3,9	631.873	1,3	1.708.360	3,2	3.168.677	5,5	1.724.169	2,9	1.759.765	2,9	3.078.783	4,7	2.751.801	4,0	2.136.674	3,1	
Capitale netto	15.061.544	30,6	16.239.285	30,9	16.711.302	32,9	17.737.883	33,5	19.714.572	34,2	20.763.483	34,5	21.413.708	34,5	23.639.779	36,5	25.194.373	36,9	26.473.189	39,1	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	47.859.705	100,0	49.626.394	100,0	40.160.392	100,0	43.414.698	100,0	47.201.021	100,0	46.351.463	100,0	45.596.639	100,0	46.093.855	100,0	47.736.414	100,0	47.762.961	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Metallurgico

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	574.790	2,4	613.268	2,2	773.646	3,2	541.451	2,0	639.835	2,3	724.165	2,7	880.419	3,2	1.033.187	3,7	1.014.261	3,6	1.040.035	3,7	
Titoli a reddito fisso	32.922	0,1	122.025	0,5	168.792	0,6	182.152	0,7	129.834	0,4	140.280	0,5	257.780	0,9	333.415	1,2	354.347	1,3	464.145	1,6	
Disponibilità finanziarie	607.712	2,5	735.293	2,7	942.438	3,8	723.603	2,7	769.669	2,7	864.445	3,2	1.138.199	4,1	1.366.602	4,9	1.368.608	4,9	1.504.180	5,3	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	3.468.994	14,4	4.065.060	14,9	2.941.265	11,9	3.690.150	13,6	4.316.210	15,2	4.214.533	15,5	4.881.036	17,6	4.975.024	17,9	4.038.172	14,4	3.441.250	12,1	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	958.878	4,0	700.897	2,6	895.862	3,7	1.012.606	3,7	1.104.281	3,9	777.350	2,8	722.602	2,6	510.397	1,9	1.514.303	5,4	1.349.694	4,8	
Debiti finanziari a breve termine	4.427.872	18,4	4.765.957	17,5	3.837.127	15,6	4.702.756	17,3	5.420.491	19,1	4.991.883	18,3	5.603.638	20,2	5.485.421	19,8	5.552.475	19,8	4.790.944	16,9	
Prestiti obbligazionari	119.181	0,5	301.528	1,1	307.873	1,3	367.343	1,4	386.978	1,4	385.113	1,4	376.070	1,4	359.501	1,4	435.372	1,3	412.090	1,5	
Debiti finanziari v/ banche a m/	2.045.556	8,5	3.019.519	11,1	2.733.549	11,1	2.511.641	9,2	2.097.677	9,2	1.817.867	7,4	1.577.652	6,7	1.602.442	5,7	1.762.295	5,8	1.824.328	6,4	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	256.920	1,0	493.385	1,8	425.945	1,8	905.612	3,3	984.450	3,3	703.564	3,5	294.809	2,6	377.785	1,0	303.646	1,4	319.173	1,1	
Altri Debiti finanziari	36.189	0,2	29.775	0,1	56.390	0,2	51.525	0,2	68.008	0,2	55.582	0,2	83.406	0,2	65.095	0,3	53.300	0,2	44.559	0,2	
Debiti finanziari a m/ termine	2.457.846	10,2	3.844.207	14,1	3.523.757	14,4	3.836.121	14,1	3.537.113	14,1	2.962.126	12,5	2.331.937	10,9	2.404.823	8,4	2.554.613	8,7	2.600.150	9,2	
Capitale sociale	2.793.621	11,6	3.070.767	11,3	3.181.159	13,0	3.292.371	12,1	3.580.342	12,6	3.654.019	13,4	3.442.158	12,4	3.485.580	12,6	4.162.710	14,9	4.193.963	14,8	
Riserve	4.097.303	17,1	5.638.378	20,7	6.724.505	27,4	6.581.162	24,3	6.728.334	23,7	6.974.841	25,6	7.515.872	27,1	7.383.748	26,6	6.520.467	23,3	6.780.986	23,9	
Risultato d'esercizio	1.478.465	6,2	928.414	3,3	- 329.290	- 1,4	156.195	0,6	283.474	1,1	- 201.202	- 0,7	- 181.331	- 0,6	160.744	0,6	271.919	0,9	438.984	1,5	
Capitale netto	8.369.389	34,9	9.637.559	35,3	9.576.374	39,0	10.029.728	37,0	10.592.150	37,4	10.427.658	38,3	10.776.699	38,9	11.030.072	39,8	10.955.096	39,1	11.413.933	40,2	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	35.127.795	100,0	35.881.570	100,0	20.769.491	100,0	26.960.080	100,0	32.163.956	100,0	30.046.464	100,0	28.117.749	100,0	28.050.532	100,0	27.922.153	100,0	26.870.203	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Pelli e cuoio

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	264.033	4,3	209.116	3,4	337.394	5,5	275.797	4,3	361.732	5,1	383.774	5,2	422.285	5,4	403.682	4,7	584.718	6,7	491.171	5,3	
Titoli a reddito fisso	6.040	0,1	4.037	0,1	3.701	0,1	2.841	...	7.331	0,1	6.729	0,1	8.843	0,1	10.473	0,1	27.087	0,3	21.495	0,2	
Disponibilità finanziarie	270.073	4,4	213.153	3,5	341.095	5,6	278.638	4,3	369.063	5,2	390.503	5,3	431.128	5,5	414.155	4,8	611.805	7,0	512.666	5,5	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	874.936	14,4	945.341	15,4	928.961	15,3	717.521	11,2	757.216	10,6	711.964	9,7	626.802	8,1	778.178	9,1	678.224	7,8	603.822	6,5	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	247.700	4,1	216.198	3,6	481.281	7,9	518.290	8,0	436.444	6,1	544.842	7,4	559.755	7,2	531.904	6,2	279.752	3,2	591.175	6,4	
Debiti finanziari a breve termine	1.122.636	18,5	1.161.539	19,0	1.410.242	23,2	1.235.811	19,2	1.193.660	16,7	1.256.806	17,1	1.186.557	15,3	1.310.082	15,3	957.976	11,0	1.194.997	12,9	
Prestiti obbligazionari	19.665	0,3	13.994	0,2	5.280	0,1	4.550	0,1	1.033	...	1.033	...	131.033	1,7	130.559	1,5	130.900	1,5	130.450	1,4	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	465.516	7,7	367.057	6,0	201.867	3,3	396.500	6,2	288.838	4,0	154.134	2,1	120.697	1,6	97.813	1,1	444.629	5,1	635.493	6,9	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	143.353	2,4	168.702	2,8	109.902	1,9	26.022	0,3	33.441	0,5	22.441	0,3	13.941	0,2	5.821	0,1	273.873	3,1	24.878	0,3	
Altri Debiti finanziari	13.758	0,2	11.121	0,2	8.358	0,1	6.228	0,1	28.795	0,4	31.406	0,4	41.498	0,4	79.099	1,0	49.762	0,6	40.694	0,4	
Debiti finanziari a m/l termine	642.292	10,6	560.874	9,2	325.407	5,4	433.300	6,7	352.107	4,9	209.014	2,8	307.169	3,9	313.292	3,7	899.164	10,3	831.515	9,0	
Capitale sociale	564.557	9,3	582.730	9,5	600.802	9,9	660.745	10,3	671.627	9,4	671.637	9,1	671.727	8,6	668.641	7,8	668.679	7,6	669.744	7,2	
Riserve	1.638.415	27,0	1.862.089	30,4	1.897.296	31,2	1.771.802	27,6	2.125.424	29,7	2.361.916	32,2	2.566.490	33,0	2.673.234	31,2	2.953.539	33,8	3.255.833	35,2	
Risultato d'esercizio	300.392	4,9	218.226	3,6	279.014	4,7	390.750	6,1	586.340	8,2	711.130	9,6	708.345	9,1	801.618	9,4	754.259	8,7	690.062	7,4	
Capitale netto	2.503.364	41,2	2.663.045	43,5	2.777.112	45,8	2.823.297	44,0	3.383.391	47,3	3.744.683	50,9	3.946.562	50,7	4.143.493	48,4	4.376.477	50,1	4.615.639	49,8	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	5.721.391	100,0	5.839.325	100,0	5.192.091	100,0	6.063.313	100,0	7.199.813	100,0	7.473.544	100,0	7.845.811	100,0	8.107.410	100,0	8.100.201	100,0	7.836.160	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;
Fonte: studio mbres "dc 2017"

Petrolio e altri combustibili

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	1.608.462	2,1	1.157.428	1,5	878.529	1,0	908.956	1,0	1.045.090	1,0	7.084.365	6,4	4.697.393	4,4	5.323.640	4,9	5.350.000	5,3	5.120.974	4,9	
Titoli a reddito fisso	35.458	...	35.896	...	41.094	...	35.815	...	20.052	...	20.052	...	5.024.413	4,6	5.044.023	4,5	5.054.239	5,0	6.095.807	5,9	
Disponibilità finanziarie	1.643.920	2,1	1.193.324	1,5	919.623	1,0	944.771	1,0	1.065.142	1,0	7.104.417	6,4	9.721.806	9,0	10.367.663	9,4	10.404.239	10,3	11.216.781	10,8	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	7.007.751	9,1	5.126.987	6,2	5.801.478	6,4	4.860.096	5,0	4.783.704	4,5	4.865.606	4,4	3.443.210	3,2	5.274.633	4,8	4.084.123	4,0	4.142.258	4,0	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	1.876.807	2,4	1.820.221	2,3	1.767.942	2,0	1.888.108	1,9	3.078.819	2,9	5.631.295	5,1	1.499.027	1,4	3.371.543	3,1	3.129.918	3,1	1.316.043	1,3	
Debiti finanziari a breve termine	8.884.558	11,5	6.947.208	8,5	7.569.420	8,4	6.748.204	6,9	7.862.523	7,4	10.496.901	9,5	4.942.237	4,6	8.646.176	7,9	7.214.041	7,1	5.458.301	5,3	
Prestiti obbligazionari	3.056.000	4,0	4.479.000	5,5	8.933.000	9,9	11.773.725	12,1	13.110.223	12,4	14.343.724	13,0	17.316.224	16,0	15.337.728	14,0	14.422.007	14,2	15.068.000	14,5	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	6.702.210	8,7	7.278.782	8,9	7.834.111	8,7	7.321.050	7,5	8.822.640	8,3	3.171.178	2,9	2.449.802	2,3	2.928.270	2,7	4.786.322	4,7	5.301.843	5,1	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	750.244	1,0	585.718	0,7	2.686.838	3,0	2.672.224	2,7	3.398.176	3,2	2.608.091	2,4	1.188.038	1,1	492.219	0,4	755.657	0,7	971.707	0,9	
Altri Debiti finanziari	964.209	1,2	2.922.951	3,5	2.572.016	2,8	2.141.781	2,3	1.918.350	1,8	1.771.504	1,5	1.689.591	1,6	1.480.049	1,3	1.563.820	1,7	1.140.023	1,1	
Debiti finanziari a m/l/termine	11.472.663	14,9	15.266.451	18,6	22.025.965	24,4	23.908.780	24,6	27.249.389	25,7	21.894.497	19,8	22.643.655	21,0	20.238.266	18,4	21.527.806	21,3	22.481.573	21,6	
Capitale sociale	5.924.464	7,7	5.947.490	7,2	6.532.594	7,2	6.676.785	6,9	6.236.947	5,9	7.672.917	6,9	7.593.583	7,0	9.590.183	8,7	8.919.853	8,8	8.919.853	8,6	
Riserve	23.465.609	30,4	24.993.761	30,4	28.404.676	31,4	30.136.348	31,0	32.529.292	30,7	33.209.187	30,0	38.130.924	35,3	37.945.609	34,6	37.802.550	37,3	38.043.136	36,6	
Risultato d'esercizio	7.523.023	9,7	7.544.373	9,2	5.374.034	6,0	5.809.882	5,9	4.458.230	4,2	7.965.525	7,2	4.274.321	4,0	3.196.015	2,9	2.456.125	2,5	4.830.217	4,6	
Capitale netto	36.913.096	47,8	38.485.624	46,8	40.311.304	44,6	42.623.015	43,8	43.224.469	40,8	48.847.629	44,1	49.998.828	46,3	50.731.807	46,2	49.178.528	48,6	51.793.206	49,8	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	91.497.489	100,0	112.888.896	100,0	77.179.513	100,0	90.963.620	100,0	111.755.890	100,0	121.451.686	100,0	112.164.476	100,0	101.575.222	100,0	81.044.936	100,0	65.264.306	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;
Fonte: studio mbres "dc 2017"

Prodotti per ledilizia

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	283.079	1,9	299.079	1,9	519.724	3,4	381.942	2,5	342.192	2,2	612.115	4,0	669.919	4,6	617.516	4,2	782.336	5,4	789.880	5,2	
Titoli a reddito fisso	123.532	0,8	60.387	0,4	52.184	0,3	35.581	0,2	43.395	0,3	149.388	0,9	96.081	0,7	124.144	0,9	128.974	0,8	141.132	1,0	
Disponibilità finanziarie	406.611	2,7	359.466	2,3	571.908	3,7	417.523	2,7	385.587	2,5	761.503	4,9	766.000	5,3	741.660	5,1	911.310	6,2	931.012	6,2	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	916.220	6,2	1.160.946	7,4	1.004.609	6,5	897.599	5,8	1.424.073	9,2	1.323.853	8,6	938.774	6,4	801.556	5,5	1.316.387	9,0	660.225	4,4	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	482.692	3,2	584.907	3,7	722.380	4,6	820.404	5,3	805.468	5,2	832.696	5,4	665.251	4,6	921.187	6,3	966.678	6,6	1.009.048	6,7	
Debiti finanziari a breve termine	1.398.912	9,4	1.745.853	11,1	1.726.989	11,1	1.718.003	11,1	2.229.541	14,4	2.156.549	14,0	1.604.025	11,0	1.722.743	11,8	2.283.065	15,6	1.669.273	11,1	
Prestiti obbligazionari	23.493	0,2	14.513	0,1	357.911	2,3	355.869	2,3	356.884	2,3	705.883	4,6	887.930	6,1	895.275	6,1	562.307	3,8	1.063.396	7,0	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	1.691.363	11,4	2.216.108	14,0	2.044.635	13,2	2.106.829	13,7	1.655.737	10,7	1.709.526	11,1	1.032.663	7,1	848.468	5,8	942.185	6,4	1.510.168	10,0	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	696.046	4,7	648.597	4,1	611.616	3,9	564.681	3,7	494.149	3,2	405.683	2,6	1.074.551	7,4	1.192.000	8,2	978.239	6,7	925.975	6,1	
Altri Debiti finanziari	69.019	0,4	98.447	0,7	77.444	0,5	79.420	0,5	54.331	0,4	67.148	0,4	99.223	0,6	74.279	0,6	101.947	0,8	133.164	1,0	
Debiti finanziari a m/l/termine	2.479.921	16,7	2.977.665	18,9	3.091.606	19,9	3.106.799	20,2	2.561.101	16,6	2.888.240	18,7	3.094.367	21,2	3.010.022	20,7	2.584.678	17,7	3.632.703	24,1	
Capitale sociale	1.628.844	11,0	1.727.580	11,0	1.678.001	10,8	1.684.669	10,9	1.735.666	11,2	1.816.558	11,8	1.751.680	12,0	1.662.874	11,4	1.753.131	12,0	1.696.340	11,3	
Riserve	5.900.303	39,7	6.373.745	40,4	6.512.444	42,0	6.471.737	42,0	6.437.961	41,7	6.493.435	42,1	6.162.324	42,3	6.116.515	42,0	5.882.796	40,3	5.904.640	39,1	
Risultato d'esercizio	519.558	3,4	252.244	1,6	103.152	0,7	- 3.159	...	- 101.595	- 0,6	- 455.881	- 2,9	- 443.965	- 3,0	- 229.053	- 1,6	- 234.986	- 1,6	- 228.308	- 1,5	
Capitale netto	8.048.705	54,1	8.353.569	53,0	8.293.597	53,5	8.153.247	52,9	8.072.032	52,3	7.854.112	51,0	7.470.039	51,3	7.550.336	51,8	7.400.941	50,7	7.372.672	48,9	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	8.006.863	100,0	7.512.255	100,0	6.093.464	100,0	5.644.580	100,0	5.643.003	100,0	5.103.730	100,0	4.816.609	100,0	4.534.147	100,0	4.489.586	100,0	4.569.218	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc.2017"

Servizi di pubblica utilità

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	708.893	1,9	777.677	2,1	1.825.576	4,1	3.575.017	7,7	1.492.631	3,2	4.062.063	8,0	5.182.755	9,3	2.851.521	5,3	4.174.942	7,7	4.447.906	8,0	
Titoli a reddito fisso	182.204	0,6	41.231	0,1	127.469	0,3	222.937	0,5	73.109	0,2	23.120	...	35.023	0,1	58.193	0,1	98.310	0,2	124.553	0,2	
Disponibilità finanziarie	891.097	2,5	818.908	2,2	1.953.045	4,4	3.797.954	8,2	1.565.740	3,4	4.085.183	8,0	5.217.778	9,4	2.909.714	5,4	4.273.252	7,9	4.572.459	8,2	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	2.145.331	5,9	2.200.110	5,9	1.791.352	4,1	3.855.645	8,3	1.855.473	4,0	2.560.074	5,0	5.154.389	9,3	2.306.055	4,3	2.672.253	5,0	3.717.599	6,6	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	352.144	1,0	477.724	1,3	463.237	1,0	535.654	1,2	921.521	2,0	1.374.962	2,7	1.359.508	2,5	442.485	0,8	477.445	0,9	536.026	1,0	
Debiti finanziari a breve termine	2.497.475	6,9	2.677.834	7,2	2.254.589	5,1	4.391.299	9,5	2.776.994	6,0	3.935.036	7,7	6.513.897	11,8	2.748.540	5,1	3.149.698	5,9	4.253.625	7,6	
Prestiti obbligazionari	6.388.474	17,6	6.238.211	16,7	7.915.173	18,0	7.519.636	16,3	7.551.812	16,3	9.669.757	19,0	8.942.374	16,2	9.479.708	17,8	10.517.125	19,6	11.541.935	20,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/	4.165.158	11,5	4.636.492	12,4	5.143.434	11,7	4.824.502	10,4	4.841.245	10,4	6.256.571	12,3	5.841.904	10,6	5.673.814	10,6	5.558.061	10,3	4.889.079	8,7	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	240.606	0,7	52.354	0,1	97.068	0,2	623.905	1,3	578.593	1,2	823.743	1,6	988.696	2,8	1.493.290	2,8	1.401.325	2,6	1.460.745	2,6	
Altri Debiti finanziari	2.299.870	6,2	2.457.343	6,6	3.120.096	7,1	2.993.486	6,5	2.939.171	6,4	1.813.119	3,5	1.340.087	2,5	1.355.764	2,5	1.471.484	2,7	1.167.435	2,1	
Debiti finanziari a m/ termine	13.094.108	36,0	13.384.400	35,8	16.275.771	37,0	15.961.529	34,5	15.910.821	34,3	18.563.190	36,4	17.113.061	32,1	18.002.576	33,7	18.947.995	35,2	19.059.194	34,0	
Capitale sociale	2.764.330	7,6	2.758.677	7,4	2.984.860	6,8	3.017.531	6,5	3.424.409	7,4	3.672.828	7,2	3.863.338	7,0	3.955.926	7,4	4.350.599	8,1	4.403.232	7,9	
Riserve	6.547.952	18,0	7.223.542	19,3	6.289.904	14,3	6.279.827	13,6	6.873.679	14,8	7.199.020	14,1	10.337.600	18,7	10.666.513	20,0	11.424.788	21,2	11.634.897	20,7	
Risultato d'esercizio	1.231.967	3,4	939.175	2,5	1.006.939	2,2	1.182.098	2,5	1.362.228	2,9	1.391.092	2,8	1.560.146	2,8	1.583.464	3,0	2.005.173	3,8	1.877.743	3,4	
Capitale netto	10.544.249	29,0	10.921.394	29,2	10.281.703	23,3	10.479.456	22,6	11.660.316	25,1	12.262.940	24,1	15.761.084	28,5	16.205.903	30,4	17.780.560	33,1	17.915.872	32,0	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	8.130.878	100,0	8.544.259	100,0	8.626.002	100,0	9.085.595	100,0	9.409.632	100,0	9.234.665	100,0	9.804.241	100,0	10.104.201	100,0	10.503.244	100,0	10.915.040	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Stampa ed editoria

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	725.292	7,1	627.105	6,2	534.032	5,5	562.506	5,8	537.427	5,7	457.441	5,3	448.407	5,6	350.371	4,6	384.024	5,2	486.273	6,6	
Titoli a reddito fisso	138.889	1,4	97.298	1,0	98.319	1,0	136.281	1,4	122.110	1,3	80.447	0,9	87.388	1,1	124.523	1,7	134.932	1,9	68.814	0,9	
Disponibilità finanziarie	864.181	8,5	724.403	7,2	632.351	6,5	698.787	7,2	659.537	7,0	537.888	6,2	535.795	6,7	474.894	6,3	518.956	7,1	555.087	7,5	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	596.510	5,9	622.502	6,2	680.607	7,0	613.445	6,3	563.011	6,0	1.349.300	15,7	773.190	9,6	694.654	9,2	962.249	13,1	428.977	5,8	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	707.519	7,0	639.501	6,3	634.227	6,5	649.494	6,6	711.775	7,5	735.515	8,5	423.196	5,3	802.336	10,6	954.681	13,0	961.332	13,1	
Debiti finanziari a breve termine	1.304.029	12,9	1.262.003	12,5	1.314.834	13,5	1.262.939	12,9	1.274.786	13,5	2.084.815	24,2	1.196.386	14,9	1.496.990	19,8	1.916.930	26,1	1.390.309	18,9	
Prestiti obbligazionari	559.979	5,5	623.552	6,2	318.430	3,3	304.737	3,1	287.498	3,0	257.905	3,0	30.000	0,4	105.760	1,4	115.997	1,6	118.526	1,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	787.046	7,8	1.075.018	10,6	1.249.765	12,8	1.241.005	12,7	1.277.192	13,5	384.636	4,5	1.370.371	17,0	769.127	10,2	344.386	4,7	766.074	10,4	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	-	-	35.585	0,4	18.817	0,2	5.650	0,1	14.650	0,2	72.743	0,8	40.445	0,5	10.951	0,1	7.072	0,1	4.577	0,1	
Altri Debiti finanziari	214.778	2,1	43.448	0,4	29.089	0,3	25.724	0,3	41.978	0,5	48.975	0,6	28.700	0,4	38.101	0,5	28.631	0,4	38.503	0,5	
Debiti finanziari a m/l/termine	1.561.803	15,4	1.777.603	17,6	1.616.101	16,6	1.577.116	16,2	1.621.318	17,2	764.259	8,9	1.469.516	18,3	923.919	12,2	496.086	6,8	927.680	12,6	
Capitale sociale	1.425.788	14,1	1.429.305	14,1	1.441.375	14,8	1.456.581	14,9	1.456.183	15,4	1.504.262	17,5	1.229.847	15,3	1.183.016	15,7	1.189.639	16,2	1.316.754	17,9	
Riserve	2.170.273	21,4	2.341.297	23,2	2.539.778	26,0	2.399.062	24,6	2.382.473	25,3	2.002.674	23,3	2.198.701	27,3	1.751.297	23,2	1.599.713	21,8	1.591.028	21,6	
Risultato d'esercizio	537.384	5,2	290.082	2,9	- 112.436	- 1,2	140.477	1,4	- 200.832	- 2,1	- 440.996	- 5,2	- 595.429	- 7,4	- 239.669	- 3,2	- 100.478	- 1,5	- 28.142	- 0,4	
Capitale netto	4.133.445	40,7	4.060.684	40,2	3.868.717	39,6	3.996.120	40,9	3.637.824	38,6	3.065.940	35,6	2.833.119	35,2	2.694.644	35,7	2.688.874	36,5	2.879.640	39,1	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	6.685.951	100,0	6.239.425	100,0	5.399.101	100,0	5.322.524	100,0	5.183.714	100,0	4.686.026	100,0	4.153.908	100,0	3.974.919	100,0	3.802.212	100,0	3.620.393	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc.2017"

Telecomunicazioni

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	4.868.888	3,8	4.736.835	3,7	5.623.592	4,7	3.483.016	3,0	2.158.089	2,0	2.793.344	2,7	1.898.345	1,9	1.838.506	1,9	1.648.319	1,7	2.240.422	2,3
Titoli a reddito fisso	19.342	...	7.048	...	1.321.175	1,1	1.159.108	1,1	863.892	0,8	363.964	0,3	1.462.000	1,5	802.000	0,8	830.000	0,8	847.000	0,8
Disponibilità finanziarie	4.888.230	3,8	4.743.883	3,7	6.944.767	5,8	4.642.124	4,1	3.021.981	2,8	3.157.308	3,0	3.360.345	3,4	2.640.506	2,7	2.478.319	2,5	3.087.422	3,1
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	2.684.801	2,1	6.987.785	5,5	4.185.897	3,5	4.241.323	3,7	6.926.817	6,4	2.943.178	2,8	4.750.726	4,8	3.411.406	3,5	3.262.807	3,3	3.315.923	3,3
Debiti finanziari a breve v/ consociate	6.090.254	4,7	9.360.683	7,4	6.505.792	5,4	3.316.564	2,9	2.304.161	2,1	7.085.038	6,9	8.514.448	8,6	7.776.833	8,0	4.776.839	4,9	2.579.443	2,6
Debiti finanziari a breve termine	8.775.055	6,8	16.348.468	12,9	10.691.689	8,9	7.557.887	6,6	9.230.978	8,5	10.028.216	9,7	13.265.174	13,4	11.188.239	11,5	8.039.646	8,2	5.895.366	5,9
Prestiti obbligazionari	16.525.319	12,7	15.708.932	12,4	17.311.947	14,4	16.433.649	14,3	13.130.923	12,2	15.138.079	14,6	16.053.208	16,2	16.032.193	16,4	13.998.977	14,3	14.349.028	14,4
Debiti finanziari v/ banche a m/	12.819.626	9,9	12.569.592	9,9	9.649.229	8,0	9.116.608	8,0	9.966.372	9,2	7.841.274	7,6	5.481.050	5,5	5.030.581	5,2	5.280.712	5,4	4.561.350	4,6
Debiti finanziari v/ consociate a m/	19.832.822	15,3	16.751.388	13,2	20.475.724	17,1	19.030.181	16,6	18.432.826	17,1	17.832.227	17,2	15.321.935	15,4	16.899.038	17,3	18.576.946	19,0	18.345.389	18,4
Altri Debiti finanziari	3.666.579	2,8	4.798.354	3,9	4.490.888	3,8	3.851.039	3,4	4.620.635	4,2	4.188.762	3,9	3.499.045	3,5	3.520.958	3,6	4.289.890	4,4	4.868.168	4,9
Debiti finanziari a m/ termine	52.844.346	40,7	49.828.266	39,4	51.927.788	43,3	48.431.477	42,3	46.150.756	42,7	45.000.342	43,3	40.355.238	40,6	41.482.770	42,5	42.146.525	43,1	42.123.985	42,3
Capitale sociale	14.692.112	11,3	14.793.606	11,7	14.573.575	12,1	14.586.004	12,7	14.840.641	13,7	14.632.388	14,1	14.633.120	14,7	14.669.585	15,0	15.369.374	15,7	16.787.712	16,9
Riserve	26.644.191	20,5	18.073.648	14,3	18.628.509	15,5	18.866.364	16,5	21.125.334	19,6	16.512.826	15,9	14.647.550	14,7	12.824.738	13,1	14.747.900	15,1	16.197.520	16,3
Risultato d'esercizio	2.101.163	1,6	1.191.133	0,9	2.300.845	2,0	4.785.933	4,2	- 3.243.366	- 3,0	- 1.484.863	- 1,4	- 1.243.756	- 1,2	695.621	0,8	10.104	...	1.208.335	1,2
Capitale netto	43.437.466	33,4	34.058.387	26,9	35.502.929	29,6	38.238.301	33,4	32.772.609	30,3	29.660.351	28,6	28.036.914	28,2	28.189.944	28,9	30.127.378	30,8	34.193.567	34,4
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	40.904.611	100,0	40.593.070	100,0	39.399.015	100,0	38.536.131	100,0	37.436.004	100,0	36.525.913	100,0	33.520.655	100,0	31.004.149	100,0	30.539.173	100,0	30.797.259	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia.

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Tessile

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	241.810	6,8	214.152	6,2	299.556	9,1	350.274	10,4	310.173	9,0	292.113	8,8	295.979	8,9	264.400	7,9	284.889	7,9	350.378	9,5	
Titoli a reddito fisso	43.633	1,2	18.391	0,5	13.484	0,4	14.440	0,4	5.980	0,2	13.651	0,4	23.597	0,7	30.380	0,9	39.904	1,1	32.046	0,9	
Disponibilità finanziarie	285.443	8,0	232.543	6,7	313.040	9,5	364.714	10,8	316.153	9,2	305.764	9,2	319.576	9,6	294.780	8,8	324.793	9,0	382.424	10,4	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	590.402	16,6	629.936	18,1	590.402	18,0	634.961	18,9	647.014	18,9	624.376	18,7	567.169	17,0	520.005	15,6	463.316	12,9	476.471	13,0	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	30.038	0,9	48.769	1,4	53.595	1,6	54.058	1,6	23.219	0,7	34.384	1,1	36.839	1,1	24.737	0,7	47.306	1,3	27.118	0,7	
Debiti finanziari a breve termine	620.440	17,5	678.705	19,5	643.997	19,6	689.019	20,5	670.233	19,6	658.760	19,8	604.008	18,1	544.742	16,3	510.622	14,2	503.589	13,7	
Prestiti obbligazionari	79.083	2,2	91.373	2,6	89.168	2,7	85.468	2,5	88.768	2,6	85.018	2,6	85.220	2,6	83.740	2,5	62.280	1,7	59.180	1,6	
Debiti finanziari v/ banche a m/l	251.382	7,1	218.367	6,2	228.065	7,0	178.210	5,3	154.190	4,5	132.100	3,9	165.118	5,0	158.172	4,8	234.852	6,6	233.078	6,4	
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	2.468	0,1	2.017	0,1	1.546	...	2.228	0,1	2.411	0,1	697	...	12.097	0,3	9.298	0,3	9.614	0,3	13.005	0,3	
Altri Debiti finanziari	8.392	0,2	8.705	0,3	4.218	0,1	2.908	0,1	14.045	0,4	9.927	0,3	1.256	...	4.905	0,1	867	...	3.329	0,1	
Debiti finanziari a m/l/termine	341.325	9,6	320.462	9,2	322.997	9,8	268.814	8,0	259.414	7,6	227.742	6,8	263.691	7,9	256.115	7,7	307.613	8,6	308.592	8,4	
Capitale sociale	493.865	13,9	487.619	14,0	582.066	17,7	528.983	15,7	533.849	15,6	524.382	15,7	531.388	15,9	526.454	15,8	530.636	14,8	546.096	14,9	
Riserve	932.711	26,2	1.017.991	29,3	962.064	29,3	811.453	24,1	896.404	26,2	951.187	28,5	993.286	29,8	988.124	29,6	1.161.410	32,3	1.152.856	31,4	
Risultato d'esercizio	93.281	2,6	- 43.655	- 1,2	- 100.319	- 3,1	82.893	2,5	63.656	1,9	64.870	2,0	- 11.629	- 0,3	65.411	1,9	83.841	2,3	151.818	4,2	
Capitale netto	1.519.857	42,7	1.461.955	42,1	1.443.811	43,9	1.423.329	42,3	1.493.909	43,7	1.540.439	46,2	1.513.045	45,4	1.579.989	47,3	1.775.887	49,4	1.850.770	50,5	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	3.043.095	100,0	2.845.779	100,0	2.265.685	100,0	2.545.676	100,0	2.807.238	100,0	2.778.881	100,0	2.772.902	100,0	2.883.093	100,0	2.956.562	100,0	2.961.263	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Trasporti

STATO PATRIMONIALE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	
ATTIVITÀ																					
Cassa e banche	4.082.734	4,2	2.444.051	2,5	1.665.832	2,3	1.031.599	1,4	2.384.626	3,3	1.667.619	2,2	2.045.352	2,8	1.707.759	2,2	2.012.910	2,7	3.264.158	4,3	
Titoli a reddito fisso	396.829	0,4	32.949	...	2.433	...	8.783	...	25.864	...	22.438	...	28.366	...	41.177	0,1	95.279	0,1	58.993	0,1	
Disponibilità finanziarie	4.479.563	4,6	2.477.000	2,5	1.668.265	2,3	1.040.382	1,4	2.410.490	3,3	1.690.057	2,2	2.073.718	2,8	1.748.936	2,3	2.108.189	2,8	3.323.151	4,4	
PASSIVITÀ																					
Debiti finanziari a breve v/ terzi	1.873.725	1,9	2.031.347	2,1	1.687.726	2,3	1.821.249	2,6	1.980.108	2,7	3.406.981	4,5	1.963.269	2,6	2.453.944	3,3	3.360.269	4,4	4.079.604	5,3	
Debiti finanziari a breve v/ consociate	161.792	0,2	217.280	0,2	218.208	0,3	180.784	0,2	146.440	0,2	170.016	0,2	174.688	0,2	76.645	0,1	48.481	0,1	48.695	0,1	
Debiti finanziari a breve termine	2.035.517	2,1	2.248.627	2,3	1.905.934	2,6	2.002.033	2,8	2.126.548	2,9	3.576.997	4,7	2.137.957	2,8	2.530.589	3,4	3.408.750	4,5	4.128.299	5,4	
Prestiti obbligazionari	2.742.400	2,8	3.342.400	3,4	3.740.336	5,2	3.695.336	5,1	3.695.336	5,0	3.208.336	4,2	4.521.336	6,0	4.266.336	5,7	3.765.336	5,0	4.699.197	6,2	
Debiti finanziari v/ banche a m/	7.944.625	8,1	8.054.752	8,2	8.078.972	11,2	8.125.715	11,2	7.794.083	10,6	6.685.607	8,8	6.448.792	8,6	5.896.037	7,8	5.710.612	7,6	5.084.865	6,7	
Debiti finanziari v/ consociate a m/	44.441	...	453.661	0,5	78.675	0,1	65.895	0,1	77.938	0,1	138.791	0,2	60.294	0,1	15.349	...	11.110	...	15.690	...	
Altri Debiti finanziari	2.401.442	2,5	2.323.436	2,4	2.774.718	3,8	2.739.951	3,8	2.677.757	3,8	2.748.950	3,6	2.804.328	3,7	2.756.299	3,6	2.270.433	3,0	2.029.092	2,7	
Debiti finanziari a m/ termine	13.132.908	13,4	14.174.249	14,5	14.672.701	20,3	14.626.897	20,2	14.245.114	19,5	12.781.684	16,8	13.834.750	18,4	12.934.021	17,1	11.757.491	15,6	11.828.844	15,6	
Capitale sociale	39.958.053	40,9	40.064.959	40,9	40.209.757	55,7	40.213.721	55,5	40.404.014	55,2	40.619.465	53,4	40.659.083	54,1	40.781.645	54,1	38.174.378	50,7	38.312.439	50,5	
Riserve	23.331.774	23,8	22.959.042	23,4	478.863	0,7	531.715	0,7	806.994	1,1	292.995	0,4	941.306	1,3	1.242.852	1,7	4.357.077	5,8	4.818.064	6,3	
Risultato d'esercizio	12.648	...	457.819	0,5	32.959	...	383.720	0,5	118.209	0,2	247.877	0,3	446.306	0,5	288.333	0,4	693.714	0,8	1.026.905	1,4	
Capitale netto	63.302.475	64,7	63.481.820	64,8	40.721.579	56,4	41.129.156	56,7	41.329.217	56,5	41.160.337	54,1	42.046.695	55,9	42.312.830	56,2	43.225.169	57,3	44.157.408	58,2	
CONTO ECONOMICO																					
Fatturato netto	16.012.780	100,0	16.614.704	100,0	15.589.052	100,0	17.325.940	100,0	18.291.804	100,0	18.582.912	100,0	18.827.736	100,0	19.155.427	100,0	19.448.698	100,0	19.131.288	100,0	

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Vetro

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	76.691	2,2	68.647	1,9	72.848	2,2	108.316	2,9	70.595	1,9	113.647	3,0	112.887	3,0	166.599	4,3	387.992	8,8	299.868	7,0
Titoli a reddito fisso	188.031	5,3	62.137	1,7	52.760	1,5	81.814	2,2	90.892	2,4	73.828	1,9	150.309	4,0	311.853	8,0	111.545	2,5	64.304	1,5
Disponibilità finanziarie	264.722	7,5	130.784	3,6	125.608	3,7	190.130	5,1	161.487	4,3	187.475	4,9	263.196	7,0	478.452	12,3	499.537	11,3	364.172	8,5
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	275.497	7,9	170.804	4,7	220.344	6,5	250.051	6,7	206.990	5,6	301.863	7,9	238.162	6,3	221.778	5,7	233.832	5,3	328.452	7,6
Debiti finanziari a breve v/ consociate	228.017	6,4	280.022	7,6	299.966	8,9	586.208	15,6	460.381	12,3	328.496	8,7	272.437	7,2	278.367	7,2	46.323	1,0	27.962	0,7
Debiti finanziari a breve termine	503.514	14,3	450.826	12,3	520.310	15,4	836.259	22,3	667.371	17,9	630.359	16,6	510.599	13,5	500.145	12,9	280.155	6,3	356.414	8,3
Prestiti obbligazionari	6.197	0,2	80.600	2,2	80.600	2,4	80.600	2,1	80.600	2,2	7.600	0,2	80.600	2,1	73.000	1,9	73.000	1,7	73.000	1,7
Debiti finanziari v/ banche a m/l	258.820	7,4	230.252	6,3	235.710	7,0	221.254	5,9	165.352	4,4	150.221	4,0	131.035	3,5	198.276	5,1	410.391	9,3	301.567	7,0
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	123.983	3,5	118.863	3,2	156.809	4,6	151.727	4,1	194.850	5,2	338.330	8,9	350.190	9,2	345.040	8,8	615.621	13,9	623.581	14,5
Altri debiti finanziari	3.221	0,1	3.644	0,1	3.647	0,1	2.948	0,1	2.275	0,1	1.256	...	2.142	0,1	2.105	0,1	867	...	300	...
Debiti finanziari a m/l termine	392.221	11,2	433.359	11,8	476.766	14,1	456.529	12,2	443.077	11,9	497.407	13,1	563.967	14,9	618.421	15,9	1.099.879	24,9	998.448	23,2
Capitale sociale	314.343	9,0	317.205	8,7	325.920	9,7	325.390	8,7	326.964	8,8	508.854	13,4	498.827	13,2	499.575	12,8	621.880	14,1	644.238	15,0
Riserve	1.007.007	28,7	1.211.105	33,1	1.063.808	31,5	981.533	26,1	953.517	25,6	1.079.027	28,4	1.127.182	29,8	1.156.684	29,7	1.150.397	26,0	1.237.658	28,7
Risultato d'esercizio	218.514	6,2	198.179	5,4	22.467	0,7	149.580	3,9	262.660	7,0	67.036	1,7	78.599	2,1	53.511	1,4	133.520	3,1	- 18.398	- 0,4
Capitale netto	1.539.864	43,9	1.726.489	47,2	1.412.195	41,9	1.456.503	38,7	1.543.141	41,4	1.654.917	43,5	1.704.608	45,1	1.709.770	43,9	1.905.797	43,2	1.863.498	43,3
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	2.479.782	100,0	2.577.748	100,0	2.248.357	100,0	2.450.360	100,0	2.664.607	100,0	2.674.727	100,0	2.597.219	100,0	2.572.673	100,0	2.638.581	100,0	2.728.265	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia;

Fonte: studio mbres "dc 2017"

Società diverse

STATO PATRIMONIALE ATTIVITÀ	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%	euro	%
Cassa e banche	583.068	2,3	559.181	2,0	724.362	2,6	946.919	3,1	877.811	3,0	1.068.472	3,7	904.649	3,1	1.356.037	4,4	1.166.608	3,7	1.105.218	3,5
Titoli a reddito fisso	141.438	0,6	74.479	0,3	95.793	0,3	57.445	0,2	13.152	...	15.522	0,1	30.549	0,1	106.603	0,3	32.253	0,1	30.701	0,1
Disponibilità finanziarie	724.506	2,9	633.660	2,3	820.155	2,9	1.004.364	3,3	890.963	3,0	1.083.994	3,8	935.198	3,2	1.462.640	4,7	1.198.861	3,8	1.135.919	3,6
PASSIVITÀ																				
Debiti finanziari a breve v/ terzi	2.144.325	8,5	2.081.834	7,4	1.417.706	5,0	1.243.766	4,1	2.702.649	9,2	1.553.443	5,4	1.557.180	5,3	1.738.329	5,6	1.032.741	3,3	1.102.913	3,5
Debiti finanziari a breve v/ consociate	2.608.558	10,3	1.820.595	6,5	1.439.120	5,1	1.605.243	5,2	1.581.249	5,4	3.093.781	10,7	2.788.263	9,6	2.355.300	7,7	3.051.260	9,7	2.839.773	8,9
Debiti finanziari a breve termine	4.752.883	18,8	3.902.429	13,9	2.856.826	10,1	2.849.009	9,3	4.283.898	14,6	4.647.224	16,1	4.345.443	14,9	4.093.629	13,3	4.084.001	13,0	3.942.686	12,4
Prestiti obbligazionari	81.513	0,3	78.510	0,3	72.100	0,3	661.080	2,2	653.721	2,2	1.147.426	4,0	1.135.600	3,9	1.119.020	3,6	1.095.570	3,5	1.053.280	3,3
Debiti finanziari v/ banche a m/l	2.700.144	10,7	3.905.767	13,9	4.538.623	16,0	3.154.264	10,3	2.295.845	7,8	1.723.522	6,0	1.486.375	5,1	1.286.108	4,2	1.397.871	4,5	1.375.537	4,3
Debiti finanziari v/ consociate a m/l	465.976	1,8	557.876	2,0	637.179	2,2	1.479.651	4,9	1.690.984	5,8	1.537.656	5,2	1.636.640	5,7	721.383	2,3	699.643	2,2	527.186	1,7
Altri debiti finanziari	73.022	0,3	108.275	0,3	109.193	0,4	68.848	0,2	60.865	0,2	48.470	0,2	39.782	0,1	25.340	0,1	61.569	0,2	56.706	0,2
Debiti finanziari a m/l/termine	3.320.655	13,1	4.650.428	16,5	5.357.095	18,9	5.363.843	17,6	4.701.415	16,0	4.457.074	15,4	4.298.397	14,8	3.151.851	10,2	3.254.653	10,4	3.012.709	9,5
Capitale sociale	2.178.697	8,6	2.317.263	8,2	2.311.842	8,1	2.324.310	7,6	2.394.643	8,2	2.627.843	9,1	2.645.230	9,1	4.582.412	14,9	4.613.809	14,7	4.633.762	14,6
Riserve	5.497.663	21,8	7.556.367	26,8	8.395.116	29,6	8.572.381	28,1	8.575.413	29,2	8.872.871	30,7	9.015.665	31,0	9.695.371	31,4	9.998.601	31,9	10.148.883	32,0
Risultato d'esercizio	1.288.634	5,1	1.047.826	3,8	788.784	2,8	2.541.308	8,3	852.786	2,9	359.772	1,3	970.284	3,3	1.394.750	4,5	1.549.742	4,9	1.697.902	5,4
Capitale netto	8.964.994	35,5	10.921.456	38,8	11.495.742	40,5	13.437.999	44,0	11.822.842	40,3	11.860.486	41,1	12.631.179	43,4	15.672.533	50,8	16.162.152	51,5	16.480.547	52,0
CONTO ECONOMICO																				
Fatturato netto	19.460.892	100,0	19.783.626	100,0	18.879.293	100,0	19.482.074	100,0	19.913.814	100,0	20.032.530	100,0	20.156.555	100,0	20.367.594	100,0	21.491.879	100,0	22.218.917	100,0

Nota: i dati in euro sono espressi in migliaia.
Fonte: studio mbres "dc 2017"

**RICONCILIAZIONE TRA CODICI ISTAT-ATECO 2007
E COMPOSIZIONE DEI SETTORI E DEGLI AGGREGATI**

Settori / Aggregati	Codici Ateco 2007
Abbigliamento	14.12 ... 14.19; 14.31; 14.39
Alimentare - Bevande alcoliche e analcoliche	11.01 ... 11.07
Alimentare - Caseario	10.51
Alimentare - Conserviero	10.13 ... 10.39; 10.84 ... 10.86
Alimentare - Dolciario	10.52; 10.71; 10.72; 10.82
Alimentari diverse	10.11; 10.12; 10.41; 10.42; 10.61; 10.62; 10.73; 10.81; 10.83; 10.89 ... 10.92
Cartario	17.11 ... 17.29
Chimico	20.11 ... 20.41; 20.51 ... 20.60; 22.21 ... 22.29; 26.80
Costruzione mezzi di trasporto	28.30; 29.10; 29.20; 30.11 ... 30.99; 33.15 ... 33.17
Elettrodomestici e apparecchi radio-TV	26.40; 27.51
Elettronico	26.11 ... 26.30; 26.60; 27.20; 33.13; 33.14; 33.20
Farmaceutico e cosmetico	20.42; 21.10; 21.20
Gomma e cavi	22.11; 22.19; 27.31 ... 27.33
Impiantistico	28.11
Legno e mobili	16.10 ... 16.29; 31.01 ... 31.09
Meccanico	25.11 ... 25.40; 25.61 ... 25.99; 26.51; 26.52; 27.11; 27.12; 27.52; 27.90; 28.12 ... 28.29; 28.41 ... 28.99; 29.31; 29.32; 33.11; 33.12; 33.19
Metallurgico	24.10 ... 24.45; 24.51 ... 24.54; 25.50
Pelli e cuoio	14.11; 14.20; 15.11 ... 15.20
Prodotti per l'edilizia	23.20 ... 23.44; 23.51 ... 23.99
Stampa - Editoria	18.11 ... 18.20; 58.11 ... 58.19; 59.20
Tessile	13.10 ... 13.99
Vetro	23.11 ... 23.19
Società diverse	Codici della Manifattura non citati in precedenza.
Manifattura	
Petrolio, derivati e altri combustibili	05.10 ... 06.10; 08.92; 09.10; 19.10; 19.20
Energia elettrica e gas	06.20; 35.11 ... 35.30; 49.50
Servizi di pubblica utilità (altri)	36.00 ... 39.00
Industria in senso stretto	
Imprese di costruzione	41.20 ... 43.99
Industria	
Terziario	
Distribuzione al dettaglio	47.11 ... 47.99
Emittenza radiotelevisiva	59.11 ... 59.14; 60.10; 60.20; 63.91; 63.99
Servizi di pubblica utilità (altri)	52.21 ... 52.23; 53.10; 53.20
Telecomunicazioni	61.10 ... 61.90
Trasporti	49.10 ... 49.42; 50.10 ... 52.10; 52.24; 52.29
Società diverse	Codici del Terziario non citati in precedenza.

N.B. - Sono state escluse le attività economiche rientranti nelle sezioni A, K, L, N, O, P, Q, S, T e U.

QUADRO SINOTTICO DEGLI AGGREGATI

Dati cumulativi di 2065 società (*)	
149 società pubbliche	1916 società private
Dati cumulativi di 2065 società (*)	
239 società appartenenti ai maggiori gruppi italiani (°) (a controllo pubblico e privato)	550 società a controllo estero
593 società appartenenti a imprese medio-grandi (°) (a controllo privato)	683 società di medie dimensioni (a controllo italiano) (**)
82 società medio-grandi: petrolio, energia, costruzioni e terziario (**)	22 società di medie dimensioni: petrolio, energia, costruzioni e terziario (**)
1172 società del IV capitalismo	661 società di medie dimensioni manifatturiere
511 società di medio-grandi dimensioni manifatturiere	
Dati cumulativi di 2065 società (*)	
1858 società industriali (△)	207 società terziarie
<i>Dati cumulativi per settori d'attività</i> abbigliamento; alimentare; ...; società diverse industriali (**)	<i>Dati cumulativi per settori d'attività</i> distribuzione al dettaglio; emittenza radiotelevisiva; servizi pubblici; telecomunicazioni; trasporti; società diverse terziarie (**)

(*) Comprende 95 società quotate in Borsa.

(°) Pubblicato sul sito internet www.imbres.it.

(**) Non pubblicato.

(△) Aggregato composto da società operanti nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni.

Campionamento Americano

Di seguito sono presentati i dati aggregati rispettivamente delle disponibilità finanziarie, i debiti finanziari a breve termine, i debiti finanziari a medio-lungo termine e il fatturato. I dati sono in migliaia di euro, la fonte è "Orbis" e la rielaborazione è personale.

Dati cumulativi

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	179.557.403	405.100.522	534.434.438	1.814.950.298	- 759.977.556
2010	227.856.529	467.382.091	599.745.870	2.007.351.409	- 839.271.433
2011	233.143.681	512.958.143	635.223.815	2.270.386.685	- 915.038.277
2012	266.532.676	559.312.675	680.444.409	2.358.690.116	- 973.224.409
2013	300.503.855	560.897.133	720.443.576	2.386.413.573	- 980.836.854
2014	344.908.875	653.411.079	889.407.464	2.903.083.955	- 1.197.909.669
2015	424.813.212	730.230.329	1.068.988.633	3.053.409.244	- 1.374.405.750
2016	468.039.569	785.088.070	1.190.007.881	3.155.011.890	- 1.507.056.382

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Abbigliamento

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	927.591	1.690.023	1.503.498	9.654.292	- 2.265.929
2010	1.031.624	2.240.402	3.056.105	12.230.223	- 4.264.883
2011	636.397	2.728.379	3.329.550	14.957.642	- 5.421.531
2012	1.232.944	2.884.363	3.229.458	15.590.027	- 4.880.878
2013	1.151.097	3.029.068	4.502.071	17.515.701	- 6.380.042
2014	1.551.432	3.387.212	4.800.763	21.555.420	- 6.636.543
2015	1.842.240	3.927.870	4.612.694	22.520.369	- 6.698.325
2016	2.460.969	3.919.243	5.958.774	23.510.024	- 7.417.048

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	DIFFERENTIAL BRANDS GROUP INC.	1413
2	KATE SPADE & COMPANY	1413
3	OXFORD INDUSTRIES INC	1413
4	PERRY ELLIS INTERNATIONAL INC	1413
5	PVH CORPORATION	1413

6	V. F. CORPORATION	1413
7	G III APPAREL GROUP LTD	1419

Bevande alcoliche e analcoliche

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	593.267	1.755.088	2.798.710	5.596.547 -	3.960.531
2010	681.543	1.092.523	2.653.519	5.706.919 -	3.064.499
2011	1.046.284	1.629.751	2.143.441	5.461.555 -	2.726.908
2012	778.471	1.105.128	2.884.459	6.260.542 -	3.211.116
2013	665.208	2.111.482	5.420.415	7.873.722 -	6.866.689
2014	1.409.333	1.758.787	7.057.644	10.069.076 -	7.407.098
2015	3.141.350	3.387.076	6.943.833	11.948.840 -	7.189.560
2016	1.064.588	3.765.498	8.397.065	13.210.635 -	11.097.974

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	BROWN FORMAN CORP	1101
2	CASTLE BRANDS INC.	1101
3	CONSTELLATION BRANDS, INC.	1102
4	MONSTER BEVERAGE CORPORATION	1107
5	NATIONAL BEVERAGE CORP	1107

Caseario

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	389.490	763.709	1.030.751	1.962.029 -	1.404.970
2010	445.509	730.123	1.146.310	2.349.917 -	1.430.924
2011	649.432	927.506	1.183.940	2.841.796 -	1.462.014
2012	789.829	1.038.275	1.154.464	2.956.874 -	1.402.910
2013	761.946	1.291.640	731.709	3.045.972 -	1.261.402
2014	1.068.857	992.751	1.229.552	3.631.742 -	1.153.446
2015	1.562.781	1.151.190	2.738.128	3.739.598 -	2.326.536
2016	1.703.255	1.180.344	2.823.452	3.550.613 -	2.300.542

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	MEAD JOHNSON NUTRITION COMPANY	1051

Conserviero

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	380.327	966.846	841.706	7.347.587 -	1.428.225
2010	276.119	615.565	742.149	4.117.712 -	1.081.594
2011	286.601	478.436	1.051.632	4.520.263 -	1.243.468
2012	269.027	673.874	1.713.324	5.539.263 -	2.118.171
2013	282.038	638.731	1.672.073	5.812.821 -	2.028.766
2014	166.248	878.390	1.627.948	5.607.609 -	2.340.091
2015	194.647	1.391.379	5.357.842	6.547.855 -	6.554.575
2016	135.124	1.356.452	4.871.380	8.260.735 -	6.092.708

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	FUTURE FINTECH GROUP INC.	1031
2	GOLDEN ENTERPRISES INC	1031
3	J. M. SMUCKER COMPANY (THE)	1039
4	JAMBA, INC.	1039
5	SENECA FOODS CORP	1039

Dolciario

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	6.519	69.320	78.440	658.303 -	141.241
2010	23.270	147.223	170.142	755.422 -	294.094
2011	19.176	122.541	196.259	1.289.408 -	299.623
2012	11.084	121.429	390.016	1.060.638 -	500.361
2013	14.452	111.775	352.668	1.119.175 -	449.991
2014	35.503	123.448	365.593	1.372.008 -	453.538
2015	41.609	139.859	345.487	1.558.604 -	443.738
2016	39.045	287.991	1.184.399	2.037.114 -	1.433.345

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	SNYDER'S-LANCE, INC.	1072
2	ROCKY MOUNTAIN CHOCOLATE FACTORY INC	1082

Alimentari diverse

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	908.531	6.109.339	6.929.456	31.251.691 -	12.130.264
2010	1.529.345	7.441.661	8.260.150	35.277.730 -	14.172.466
2011	1.198.759	6.949.011	7.598.226	34.548.039 -	13.348.478
2012	596.567	8.170.441	8.976.409	40.861.611 -	16.550.282
2013	1.292.773	10.329.134	12.547.353	40.600.411 -	21.583.713
2014	1.763.168	9.911.440	11.970.513	41.207.038 -	20.118.786
2015	1.223.911	12.419.649	14.909.387	43.897.392 -	26.105.124
2016	1.797.203	12.387.824	12.860.361	42.771.131 -	23.450.982

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	PILGRIM'S PRIDE CORPORATION	1012
2	LAND O'LAKES, INC.	1042
3	LEXARIA BIOSCIENCE CORP	1083
4	AMERICAN LORAIN CORP	1089
5	CONAGRA BRANDS, INC.	1089
6	GENERAL MILLS INC	1089

Cartario

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	4.824	6.506	4.202	70.903 -	5.883
2010	8.488	8.793	1.652	92.744 -	1.957
2011	3.219	9.075	4.398	116.506 -	10.253
2012	9.959	12.279	2.938	114.534 -	5.258
2013	2.270	20.573	13.734	91.159 -	32.037
2014	3.205	36.628	16.190	112.875 -	49.613
2015	2.427	36.960	20.439	124.280 -	54.972
2016	2.213	19.529	14.168	127.829 -	31.484

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	ORIENT PAPER INC.	1712

Chimico

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	8.277.021	22.333.265	32.092.598	78.892.461	- 46.148.841
2010	12.986.751	25.414.707	36.366.061	98.115.696	- 48.794.016
2011	10.212.837	27.147.544	38.577.616	115.771.826	- 55.512.323
2012	9.682.775	27.539.706	38.500.668	112.583.102	- 56.357.599
2013	13.926.868	29.555.237	32.675.471	104.069.353	- 48.303.840
2014	14.812.157	30.907.774	39.313.956	118.538.171	- 55.409.573
2015	17.659.676	29.800.351	41.651.098	113.392.109	- 53.791.773
2016	15.719.732	31.106.016	46.456.873	111.735.616	- 61.843.156

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	CALGON CARBON CORPORATION	2013
2	GULF RESOURCES, INC.	2013
3	KRONOS WORLDWIDE, INC.	2013
4	NL INDUSTRIES INC	2013
5	VALHI INC	2013
6	BIOAMBER INC.	2014
7	GREEN PLAINS INC.	2014
8	HUNTSMAN INTERNATIONAL LLC	2014
9	LAKE AREA CORN PROCESSORS, LLC	2014
10	REX AMERICAN RESOURCES CORPORATION	2014
11	UNION CARBIDE CORP	2014
12	CVR PARTNERS, LP	2015
13	SCOTTS MIRACLE-GRO COMPANY (THE)	2015
14	TERRA NITROGEN COMPANY, L.P.	2015
15	ASHLAND GLOBAL HOLDINGS INC.	2016
16	DOW CHEMICAL COMPANY (THE)	2016
17	E. I. DU PONT DE NEMOURS AND COMPANY	2016
18	HEXION INC.	2016
19	MOMENTIVE PERFORMANCE MATERIALS INC	2016
20	RPM INTERNATIONAL INC.	2030
21	VALSPAR CORP	2030
22	FLEXIBLE SOLUTIONS INTERNATIONAL, INC.	2059
23	LANXESS SOLUTIONS US INC.	2059
24	STANDARD DIVERSIFIED INC.	2059
25	AEP INDUSTRIES INC	2221
26	RAVEN INDUSTRIES INC	2221
27	CHINA XD PLASTICS COMPANY LIMITED	2229

28	VISKASE COMPANIES INC	2229
29	SUNVESTA INC.	2680

Costruzione di mezzi di trasporto

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	9.508.230	25.555.139	12.507.714	55.891.824 -	28.554.624
2010	9.848.979	29.833.580	13.842.750	58.419.292 -	33.827.351
2011	10.350.892	35.629.046	12.602.297	65.254.604 -	37.880.451
2012	11.745.871	37.163.396	12.681.826	75.349.356 -	38.099.351
2013	12.422.164	41.022.096	10.956.616	76.126.918 -	39.556.548
2014	12.160.820	44.011.643	12.612.070	91.049.125 -	44.462.893
2015	12.959.839	51.757.920	14.970.688	105.603.882 -	53.768.769
2016	11.228.087	53.573.218	15.858.258	107.239.947 -	58.203.389

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	AEROGROW INTERNATIONAL, INC.	2830
2	KANDI TECHNOLOGIES GROUP, INC.	2910
3	AAR CORP	3030
4	AEROVIRONMENT, INC.	3030
5	BOEING COMPANY (THE)	3030
6	BUTLER NATIONAL CORP.	3030
7	LMI AEROSPACE INC	3030
8	SPIRIT AEROSYSTEMS HOLDINGS, INC.	3030
9	TRIUMPH GROUP INC	3030
10	AMANASU TECHNO HOLDINGS CORPORATION	3091
11	HARLEY DAVIDSON INC	3091

Distribuzione al dettaglio

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	33.627.588	112.450.859	93.021.254	783.929.454 -	171.844.524
2010	32.004.131	117.034.541	100.284.827	809.721.010 -	185.315.238
2011	30.059.631	130.912.603	106.324.152	880.057.694 -	207.177.124
2012	27.294.397	139.514.684	100.209.049	892.330.049 -	212.429.336
2013	28.850.352	133.360.623	111.222.473	907.286.762 -	215.732.745
2014	39.463.625	154.820.155	141.320.692	1.110.185.382 -	256.677.222
2015	37.980.142	167.411.439	158.571.971	1.159.828.456 -	288.003.268
2016	40.070.115	176.730.951	160.579.221	1.199.346.855 -	297.240.056

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	CASEYS GENERAL STORES INC	4711
2	KROGER CO	4711
3	SUPERVALU INC	4711
4	WHOLE FOODS MARKET, INC.	4711
5	BIG LOTS, INC.	4719
6	DILLARD'S INC	4719
7	DOLLAR GENERAL CORP	4719
8	DOLLAR TREE, INC.	4719
9	FREDS INC	4719
10	J. C. PENNEY COMPANY, INC.	4719
11	KOHL'S CORPORATION	4719
12	MACY'S INC.	4719
13	NEIMAN MARCUS GROUP LTD LLC	4719
14	SEARS HOLDINGS CORPORATION	4719
15	TARGET CORP	4719
16	WALMART INC.	4719
17	BOWLIN TRAVEL CENTERS, INC.	4730
18	GAMESTOP CORP.	4741
19	BEST BUY CO, INC	4743
20	CONN'S, INC.	4743
21	BED BATH & BEYOND INC	4759
22	KIRKLAND'S, INC.	4759
23	PIER 1 IMPORTS INC	4759
24	RH	4759
25	STAPLES INC	4762
26	TRANS WORLD ENTERTAINMENT CORP	4763
27	DICK'S SPORTING GOODS, INC.	4764
28	HIBBETT SPORTS INC.	4764
29	BUILD-A-BEAR WORKSHOP, INC	4765
30	MICHAELS STORES, INC.	4765
31	ABERCROMBIE & FITCH CO	4771
32	AMERICAN EAGLE OUTFITTERS INC	4771
33	BUCKLE INC	4771
34	CATO CORP	4771
35	CHICOS FAS INC	4771
36	CHILDREN'S PLACE, INC. (THE)	4771
37	CHRISTOPHER & BANKS CORP	4771
38	CITI TRENDS, INC.	4771
39	CLAIRE'S STORES, INC.	4771
40	DESTINATION MATERNITY CORPORATION	4771

41	DESTINATION XL GROUP, INC.	4771
42	EXPRESS, INC.	4771
43	FRANCESCA'S HOLDINGS CORP	4771
44	GAP INC	4771
45	GUESS INC	4771
46	GYMBOREE CORP	4771
47	J. CREW GROUP, INC.	4771
48	L BRANDS, INC.	4771
49	LULULEMON ATHLETICA INC.	4771
50	NEW YORK & COMPANY, INC.	4771
51	NORDSTROM INC	4771
52	ROSS STORES INC	4771
53	SEQUENTIAL BRANDS GROUP, INC.	4771
54	STAGE STORES INC	4771
55	STEIN MART INC	4771
56	TAILORED BRANDS, INC.	4771
57	TILLY'S, INC.	4771
58	TJX COMPANIES INC	4771
59	URBAN OUTFITTERS INC	4771
60	ZUMIEZ INC.	4771
61	CALERES INC	4772
62	DSW INC.	4772
63	FINISH LINE INC	4772
64	FOOT LOCKER INC.	4772
65	GENESCO INC	4772
66	SHOE CARNIVAL INC	4772
67	CHINA JO-JO DRUGSTORES, INC.	4773
68	PETMED EXPRESS, INC.	4773
69	PHARMERICA CORPORATION	4773
70	RITE AID CORP	4773
71	TIFFANY & CO	4777
72	HOME DEPOT INC	4778
73	LOWE'S COMPANIES, INC.	4778
74	ULTA BEAUTY, INC.	4778
75	WILLIAMS SONOMA INC	4778
76	EVINE LIVE INC.	4791

Elettrodomestici e apparecchi tv

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	492.813	884.622	1.453.004	3.696.698 -	1.844.813
2010	682.442	1.202.163	1.559.052	4.764.010 -	2.078.774
2011	776.517	1.182.171	1.398.986	5.092.462 -	1.804.640
2012	825.818	1.576.570	1.278.334	6.081.993 -	2.029.086

2013	550.854	1.531.851	2.502.238	6.367.495	-	3.483.234
2014	620.717	1.818.722	2.680.332	7.506.863	-	3.878.338
2015	845.910	2.769.860	4.422.136	9.728.125	-	6.346.085
2016	838.330	2.632.472	4.276.944	10.760.946	-	6.071.086

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	EMERSON RADIO CORP	2640
2	HARMAN INTERNATIONAL INDUSTRIES INC	2640
3	SPECTRUM BRANDS LEGACY, INC.	2751

Electronico

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	10.676.855	12.054.715	6.089.788	42.884.069	- 7.467.648
2010	14.015.919	15.695.713	6.019.721	56.602.219	- 7.699.514
2011	16.177.088	16.661.050	6.280.060	62.579.151	- 6.764.022
2012	18.093.017	19.858.910	9.060.148	69.796.505	- 10.826.041
2013	21.231.782	20.823.292	9.592.979	67.664.774	- 9.184.489
2014	22.211.046	20.554.182	17.238.909	76.161.644	- 15.582.046
2015	27.288.631	23.565.952	19.288.659	87.165.737	- 15.565.981
2016	33.450.835	32.595.430	48.362.514	96.127.153	- 47.507.109

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	AVX CORP	2611
2	BEL FUSE INC	2611
3	BROADCOM INC.	2611
4	CIRRUS LOGIC INC	2611
5	CPI INTERNATIONAL HOLDING CORP.	2611
6	DAKTRONICS INC	2611
7	FUELCELL ENERGY INC	2611
8	GIGPEAK, INC.	2611
9	GSI TECHNOLOGY, INC.	2611
10	INTERSIL CORP	2611
11	IXYS CORP	2611
12	KEMET CORP	2611
13	KULICKE & SOFFA INDUSTRIES INC	2611
14	LGL GROUP, INC. (THE)	2611

15	LINEAR TECHNOLOGY CORP	2611
16	MAGNACHIP SEMICONDUCTOR CORPORATION	2611
17	MAXIM INTEGRATED PRODUCTS INC	2611
18	METHODE ELECTRONICS INC	2611
19	MICROCHIP TECHNOLOGY INC	2611
20	MOSYS, INC.	2611
21	NEONODE INC.	2611
22	NORTHSTAR ELECTRONICS, INC.	2611
23	NVIDIA CORP	2611
24	PIXELWORKS INC	2611
25	SEMILEDS CORPORATION	2611
26	SEMTECH CORP	2611
27	SIGMA DESIGNS INC	2611
28	SMTC CORPORATION	2611
29	TOROTEL, INC.	2611
30	VIDEO DISPLAY CORP	2611
31	XPERI CORPORATION	2611
32	PARK ELECTROCHEMICAL CORP	2612
33	TTM TECHNOLOGIES INC	2612
34	ALLIANCE MEDIA HOLDINGS INC.	2620
35	ASTRONOVA, INC.	2620
36	CCUR HOLDINGS, INC.	2620
37	FORTINET INC	2620
38	NETAPP, INC.	2620
39	SEACHANGE INTERNATIONAL INC	2620
40	SILICON GRAPHICS INTERNATIONAL CORP	2620
41	U.S. GOLD CORP.	2620
42	WESTERN DIGITAL CORP	2620
43	XPLORE TECHNOLOGIES CORP.	2620
44	ALTIGEN COMMUNICATIONS INC	2630
45	CALAMP CORP.	2630
46	CHINA RECYCLING ENERGY CORPORATION	2630
47	DASAN ZHONG SOLUTIONS, INC.	2630
48	DSP GROUP INC	2630
49	FINISAR CORP	2630
50	FRANKLIN WIRELESS CORP.	2630
51	ITERIS, INC.	2630
52	PLANTRONICS INC.	2630
53	SHORETEL, INC.	2630
54	TRACK GROUP, INC.	2630
55	TRANSACT LTD.	2630
56	WESTELL TECHNOLOGIES INC	2630
57	CYNOSURE, INC.	2660
58	MAGNA-LAB, INC.	2660
59	MICRON SOLUTIONS INC	2660

60	ZELTIQ AESTHETICS, INC.	2660
61	CBAK ENERGY TECHNOLOGY INC	2720
62	ENERSYS	2720
63	HIGHPOWER INTERNATIONAL, INC.	2720
64	JOHNSON CONTROLS INC	2720
65	COOPER COMPANIES INC	2670
66	OPTEX SYSTEMS HOLDINGS, INC.	2670
67	ORION ENERGY SYSTEMS, INC.	2740

Emittenza radio-tv

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	4.210.258	12.509.191	31.712.138	39.365.348 -	40.011.070
2010	10.638.396	13.344.946	39.304.960	41.718.533 -	42.011.510
2011	4.637.538	14.846.367	41.507.526	50.571.839 -	51.716.355
2012	7.996.031	14.770.196	42.759.212	52.407.650 -	49.533.377
2013	4.506.956	15.598.260	42.882.457	51.597.779 -	53.973.761
2014	4.054.970	17.585.561	50.084.296	59.731.859 -	63.614.887
2015	3.817.110	21.518.354	61.776.828	68.935.648 -	79.478.071
2016	4.683.606	22.193.578	63.094.066	74.560.827 -	80.604.037

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	CINEMARK USA, INC.	5914
2	REGAL ENTERTAINMENT GROUP	5914
3	EMMIS COMMUNICATIONS CORP	6010
4	IHEARTCOMMUNICATIONS, INC.	6010
5	SIRIUS XM HOLDINGS INC.	6010
6	CBS CORPORATION	6020
7	MEDIACOM BROADBAND CORPORATION	6020
8	NBCUNIVERSAL MEDIA LLC	6020
9	SCRIPPS NETWORKS INTERACTIVE, INC.	6020
10	VIACOM, INC.	6020

Energia-Gas

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	10.942.107	70.752.244	202.493.661	216.628.992 -	262.303.798
2010	13.023.193	81.748.158	225.748.928	240.597.948 -	294.473.894
2011	8.145.970	89.290.693	237.697.286	245.710.172 -	318.842.008
2012	8.118.565	89.815.111	247.631.613	232.175.764 -	329.328.159

2013	6.234.820	81.955.446	249.277.722	238.011.580	-	324.998.347
2014	8.275.895	106.274.772	304.522.925	286.075.665	-	402.521.801
2015	10.782.022	113.094.665	355.729.901	304.758.115	-	458.042.544
2016	11.315.787	120.760.156	391.177.934	308.184.352	-	500.622.303

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	ALABAMA POWER COMPANY	3511
2	AMERICAN ELECTRIC POWER COMPANY INC	3511
3	ATLANTIC CITY ELECTRIC COMPANY	3511
4	CALPINE CORP	3511
5	CENTERPOINT ENERGY HOUSTON ELECTRIC LLC	3511
6	CLECO CORPORATE HOLDINGS LLC	3511
7	CLECO POWER LLC	3511
8	COMMONWEALTH EDISON COMPANY	3511
9	CONNECTICUT LIGHT AND POWER COMPANY, THE	3511
10	DTE ELECTRIC CO	3511
11	DUKE ENERGY CAROLINAS, LLC	3511
12	DUKE ENERGY INDIANA, LLC	3511
13	DUKE ENERGY PROGRESS, LLC.	3511
14	ENTERGY ARKANSAS INC.	3511
15	ENTERGY CORP	3511
16	ENTERGY LOUISIANA, LLC	3511
17	ENTERGY MISSISSIPPI, INC.	3511
18	ENTERGY TEXAS, INC.	3511
19	FIRSTENERGY SOLUTIONS CORP.	3511
20	FLORIDA POWER & LIGHT COMPANY	3511
21	GENON AMERICAS GENERATION, LLC	3511
22	GENON ENERGY, INC.	3511
23	GENON MID-ATLANTIC, LLC	3511
24	GEORGIA POWER COMPANY	3511
25	GULF POWER COMPANY	3511
26	IDACORP INC	3511
27	IDAHO POWER CO	3511
28	INDIANA MICHIGAN POWER CO	3511
29	KANSAS CITY POWER & LIGHT COMPANY	3511
30	KENTUCKY UTILITIES COMPANY	3511
31	MIDAMERICAN ENERGY COMPANY	3511
32	MIDAMERICAN FUNDING, LLC	3511
33	MISSISSIPPI POWER CO	3511
34	NEVADA POWER COMPANY	3511
35	OCEAN POWER TECHNOLOGIES, INC.	3511

36	OHIO POWER COMPANY	3511
37	OHIO VALLEY ELECTRIC CORP	3511
38	ONCOR ELECTRIC DELIVERY COMPANY LLC	3511
39	PACIFICORP	3511
40	PEPCO HOLDINGS LLC	3511
41	POTOMAC ELECTRIC POWER COMPANY	3511
42	PPL ELECTRIC UTILITIES CORPORATION	3511
43	PROGRESS ENERGY INC	3511
44	PSEG POWER LLC	3511
45	PUBLIC SERVICE COMPANY OF NEW HAMPSHIRE	3511
46	PUBLIC SERVICE COMPANY OF OKLAHOMA	3511
47	PUGET ENERGY INC	3511
48	PUGET SOUND ENERGY, INC.	3511
49	SOUTHERN CALIFORNIA EDISON COMPANY	3511
50	SOUTHERN POWER COMPANY	3511
51	SOUTHWESTERN ELECTRIC POWER COMPANY	3511
52	SOUTHWESTERN PUBLIC SERVICE COMPANY	3511
53	SYSTEM ENERGY RESOURCES, INC.	3511
54	TAMPA ELECTRIC COMPANY	3511
55	TEXAS-NEW MEXICO POWER COMPANY	3511
56	TUCSON ELECTRIC POWER COMPANY	3511
57	VIRGINIA ELECTRIC & POWER CO	3511
58	ALLIANT ENERGY CORP	3512
59	BALTIMORE GAS & ELECTRIC COMPANY	3512
60	CONSOLIDATED EDISON COMPANY OF NEW YORK, INC.	3512
61	CONSUMERS ENERGY CO	3512
62	DAYTON POWER AND LIGHT COMPANY, THE	3512
63	DELMARVA POWER & LIGHT COMPANY	3512
64	DPL INC	3512
65	DUKE ENERGY OHIO, INC.	3512
66	ENTERGY UTILITY GROUP, INC.	3512
67	INTERSTATE POWER AND LIGHT CO	3512
68	LOUISVILLE GAS & ELECTRIC CO	3512
69	MADISON GAS AND ELECTRIC COMPANY	3512
70	MGE ENERGY, INC.	3512
71	NORTHERN STATES POWER COMPANY	3512
72	NV ENERGY INC	3512
73	PACIFIC GAS & ELECTRIC COMPANY	3512
74	PECO ENERGY COMPANY	3512
75	PUBLIC SERVICE COMPANY OF COLORADO	3512
76	PUBLIC SERVICE COMPANY OF NEW MEXICO	3512
77	PUBLIC SERVICE ELECTRIC AND GAS COMPANY	3512
78	SAN DIEGO GAS & ELECTRIC COMPANY	3512
79	SIERRA PACIFIC POWER COMPANY	3512
80	SOUTH CAROLINA ELECTRIC & GAS COMPANY	3512

81	WISCONSIN POWER AND LIGHT COMPANY	3512
82	AMEREN CORP	3513
83	NISOURCE INC	3521
84	AGL RESOURCES INC	3522
85	BOARDWALK PIPELINE PARTNERS, LP	3522
86	CORNING NATURAL GAS HOLDING CORPORATION	3522
87	DELTA NATURAL GAS CO INC	3522
88	LACLEDE GAS COMPANY	3522
89	NEW JERSEY RESOURCES CORP	3522
90	PIEDMONT NATURAL GAS CO INC	3522
91	RGC RESOURCES INC	3522
92	SOUTH JERSEY GAS COMPANY	3522
93	SOUTHERN CALIFORNIA GAS COMPANY	3522
94	SOUTHWEST GAS HOLDINGS, INC.	3522
95	SPECTRA ENERGY CORP.	3522
96	SPECTRA ENERGY PARTNERS, LP	3522
97	TC PIPELINES LP	3522
98	UGI UTILITIES, INC.	3522
99	USA COMPRESSION PARTNERS, LP	3522
100	VECTREN UTILITY HOLDINGS INC.	3522
101	WESTERN GAS PARTNERS, LP	3522
102	WGL HOLDINGS INC	3522
103	WILLIAMS PARTNERS L.P.	3522
104	BLUEKNIGHT ENERGY PARTNERS, L.P.	4950
105	TRANSMONTAIGNE PARTNERS L.P.	4950

Farmaceutico e Cosmetico

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	1.318.482	2.552.596	3.758.511	10.710.484	- 4.992.625
2010	1.585.175	3.163.472	4.182.441	12.673.478	- 5.760.738
2011	1.801.194	3.172.758	4.842.461	13.004.961	- 6.214.025
2012	1.567.774	3.337.499	5.509.428	12.927.761	- 7.279.153
2013	1.812.123	3.053.488	6.270.507	11.042.513	- 7.511.872
2014	1.934.343	3.211.039	7.568.617	13.540.407	- 8.845.312
2015	2.105.355	3.877.057	8.492.627	12.899.602	- 10.264.328
2016	1.657.661	3.877.330	11.041.677	13.781.495	- 13.261.346

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	AVON PRODUCTS INC	2042
2	ELIZABETH ARDEN INC	2042
3	REVLON CONSUMER PRODUCTS CORPORATION	2042
4	REVLON, INC.	2042
5	ARTEMIS THERAPEUTICS, INC.	2110
6	CYANOTECH CORP	2110
7	ENERTOPIA CORP.	2110
8	USANA HEALTH SCIENCES INC	2110
9	AGENUS INC.	2120
10	AMNEAL PHARMACEUTICALS, INC.	2120
11	AVID BIOSERVICES, INC.	2120
12	BIOSPECIFICS TECHNOLOGIES CORP	2120
13	CHINA PHARMA HOLDINGS, INC.	2120
14	ELITE PHARMACEUTICALS INC	2120
15	GENVEC INC	2120
16	IMMUCOR INC	2120
17	MYMETICS CORPORATION	2120
18	PRESTIGE BRANDS HOLDINGS, INC.	2120
19	PROTALIX BIOTHERAPEUTICS, INC.	2120
20	SANGUI BIOTECH INTERNATIONAL, INC.	2120
21	ULURU INC.	2120

Gomma e cavi

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	81.509	32.150	73.692	263.103 -	24.334
2010	100.056	42.069	162.675	275.210 -	104.688
2011	106.600	58.007	156.746	348.964 -	108.153
2012	42.347	90.562	149.614	434.606 -	197.829
2013	19.956	104.261	278.555	544.214 -	362.860
2014	20.042	132.689	281.123	729.264 -	393.770
2015	36.913	137.352	277.764	816.863 -	378.203
2016	10.665	129.065	240.445	814.889 -	358.845

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	AZZ INC	2733

Impiantistico

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	35.069	41.991	105	45.667 -	7.026
2010	23.549	36.705	58	57.641 -	13.215
2011	37.400	30.586	52	81.889	6.762
2012	30.314	35.203	182	99.615 -	5.071
2013	20.205	36.085	146	96.537 -	16.026
2014	29.948	40.871	83	107.316 -	11.006
2015	10.280	27.136	65	74.845 -	16.921
2016	13.274	34.785	24	72.181 -	21.536

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	CAPSTONE TURBINE CORP	2811

Imprese di costruzione

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	1.123.715	677.377	913.413	2.536.233 -	467.075
2010	708.266	784.519	1.166.347	3.091.348 -	1.242.599
2011	563.325	773.783	889.512	3.501.093 -	1.099.970
2012	439.567	869.862	996.302	4.062.071 -	1.426.597
2013	550.264	937.345	1.393.344	4.663.057 -	1.780.426
2014	605.865	1.080.513	1.431.892	5.527.560 -	1.906.541
2015	665.218	1.202.728	1.723.984	6.333.676 -	2.261.494
2016	993.989	1.537.055	1.913.156	7.665.483 -	2.456.223

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	ARGAN, INC.	4221
2	DYCOM INDUSTRIES INC	4221
3	PRIMORIS SERVICES CORPORATION	4221
4	LAYNE CHRISTENSEN CO	4299
5	BLUE RIDGE REAL ESTATE COMPANY	4110
6	COMSTOCK HOLDING COMPANIES, INC.	4110
7	M.D.C. HOLDINGS, INC.	4110
8	PORTSMOUTH SQUARE, INC.	4110

Legno e mobili

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	1.629.063	2.560.647	4.260.243	13.473.249 -	5.191.826
2010	2.136.944	2.851.157	4.956.532	14.156.680 -	5.670.745
2011	2.096.036	3.451.285	4.532.662	15.351.982 -	5.887.911
2012	2.214.433	3.352.568	5.176.781	15.139.390 -	6.314.916
2013	2.283.766	3.333.196	4.837.763	14.599.119 -	5.887.193
2014	2.470.960	4.309.410	5.234.882	17.342.298 -	7.073.332
2015	2.594.184	4.775.091	5.515.445	20.206.155 -	7.696.352
2016	2.275.186	4.082.261	6.231.873	21.482.992 -	8.038.947

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	Q.E.P. CO., INC.	1623
2	ARBOR ENTECH CORPORATION	1629
3	STEELCASE INC.	3101
4	AMERICAN WOODMARK CORP	3102
5	BE AEROSPACE INC	3109
6	HOOKER FURNITURE CORPORATION	3109
7	KEWAUNEE SCIENTIFIC CORP	3109
8	LA-Z-BOY INC	3109
9	LEGGETT & PLATT INC	3109
10	MASCO CORP	3109
11	MILLER HERMAN INC	3109
12	VIRCO MFG. CORPORATION	3109

Meccanico

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	3.960.397	5.782.637	6.218.352	24.142.319 -	8.040.593
2010	5.056.124	8.038.569	7.835.020	33.515.114 -	10.817.465
2011	5.119.999	9.499.166	9.752.524	42.347.735 -	14.131.691
2012	6.352.090	10.806.743	10.203.489	44.935.651 -	14.658.142
2013	6.248.257	10.860.477	10.381.930	45.243.721 -	14.994.151
2014	7.750.300	12.184.906	12.630.534	54.096.916 -	17.065.139
2015	9.979.168	12.222.720	13.827.037	51.297.279 -	16.070.589
2016	15.419.197	12.586.070	15.297.371	48.437.918 -	12.464.245

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	AMERICAN DG ENERGY INC	2521
2	SMARTHEAT INC.	2521
3	AMERICAN OUTDOOR BRANDS CORPORATION	2540
4	NOVUS ROBOTICS, INC	2573
5	TECHPRECISION CORP	2594
6	COMPX INTERNATIONAL INC	2599
7	CRANE CO.	2599
8	EASTERN COMPANY (THE)	2599
9	THT HEAT TRANSFER TECHNOLOGY, INC.	2599
10	ABAXIS INC	2651
11	AEHR TEST SYSTEMS	2651
12	AUGUSTA INDUSTRIES INC.	2651
13	BIOSYNERGY INC	2651
14	ENVIRONMENTAL TECTONICS CORP	2651
15	ESCO TECHNOLOGIES INC	2651
16	GIGA TRONICS INC	2651
17	HURCO COMPANIES INC	2651
18	IXIA	2651
19	KNOW LABS, INC.	2651
20	MESA LABORATORIES INC	2651
21	MOCON INC	2651
22	TEL-INSTRUMENT ELECTRONICS CORP	2651
23	TRANSCAT, INC.	2651
24	MOVADO GROUP INC	2652
25	AMERICAN SUPERCONDUCTOR CORP	2711
26	GENERAC HOLDINGS INC.	2711
27	GRAFTECH INTERNATIONAL LTD.	2790
28	MOTORCAR PARTS OF AMERICA, INC.	2790
29	GRAHAM CORP	2813
30	REXNORD CORPORATION	2815
31	PERMA-PIPE INTERNATIONAL HOLDINGS, INC.	2825
32	ALTRA INDUSTRIAL MOTION CORP.	2829
33	COLUMBUS MCKINNON CORP	2892
34	JOY GLOBAL INC.	2892
35	KEY TECHNOLOGY INC	2893
36	BAKER HUGHES A GE COMPANY	2899
37	BONAL INTERNATIONAL, INC.	2899
38	LAM RESEARCH CORP	2899
39	RENNOVA HEALTH, INC.	2899
40	SONO-TEK CORPORATION	2899
41	ULTRATECH INC	2899
42	AMERICAN AXLE & MANUFACTURING HOLDINGS, INC.	2932

43	AUTOLIV, INC.	2932
44	CHINA AUTOMOTIVE SYSTEMS, INC.	2932
45	CLARCOR INC	2932
46	COOPER-STANDARD HOLDINGS INC.	2932
47	MODINE MANUFACTURING CO	2932
48	SORL AUTO PARTS, INC.	2932

Metallurgico

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	122.820	494.725	888.783	3.310.458 -	1.260.689
2010	121.953	713.706	1.310.869	4.555.520 -	1.902.623
2011	129.983	707.002	1.534.526	5.699.363 -	2.111.545
2012	124.679	627.776	1.565.124	4.972.773 -	2.068.220
2013	125.664	597.431	1.503.032	4.480.629 -	1.974.799
2014	132.092	679.862	1.724.446	5.388.213 -	2.272.216
2015	147.904	632.898	1.661.454	5.547.417 -	2.146.447
2016	176.082	719.897	1.833.357	5.302.024 -	2.377.172

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	ALLOY STEEL INTERNATIONAL, INC.	2410
2	HANDY & HARMAN LTD.	2410
3	RYERSON HOLDING CORPORATION	2410
4	FRIEDMAN INDUSTRIES INC	2420
5	INTERNATIONAL WIRE GROUP HOLDINGS, INC.	2434
6	COMSTOCK MINING, INC.	2441
7	PARK-OHIO INDUSTRIES, INC.	2550

Pelli e cuoio

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	2.753.377	2.466.099	328.097	14.722.893 -	40.819
2010	4.583.916	2.945.395	411.095	16.941.004 -	1.227.426
2011	3.445.987	3.080.862	210.913	16.147.460 -	154.212
2012	3.260.014	3.473.082	194.924	21.208.122 -	407.992
2013	4.953.560	3.287.536	930.340	22.151.017 -	735.684
2014	4.179.199	4.051.104	911.720	23.662.567 -	783.624
2015	5.801.965	6.203.093	1.012.253	31.293.250 -	1.413.380
2016	5.430.779	5.184.276	1.816.811	32.480.348 -	1.570.309

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	VERA BRADLEY, INC.	1512
2	DECKERS OUTDOOR CORP	1520
3	MADDEN STEVEN LTD	1520
4	NIKE INC	1520

Petrolio e combustibili

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	2.151.801	10.372.332	21.561.330	69.432.547	- 29.781.860
2010	4.609.026	13.421.234	23.892.137	91.246.780	- 32.704.346
2011	3.589.507	20.570.292	20.525.067	134.448.696	- 37.505.852
2012	4.438.999	17.082.594	21.808.099	146.738.835	- 34.451.694
2013	7.429.946	17.511.326	22.692.215	145.347.213	- 32.773.595
2014	9.872.246	17.393.444	28.575.754	167.194.833	- 36.096.952
2015	7.329.626	14.190.854	33.257.465	126.034.725	- 40.118.693
2016	9.589.499	15.680.197	35.353.491	108.125.734	- 41.444.189

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	ALLIANCE RESOURCE PARTNERS LP	520
2	RHINO RESOURCE PARTNERS, L.P.	520
3	WESTMORELAND RESOURCE PARTNERS, LP	520
4	ALTEX INDUSTRIES, INC.	610
5	APACHE OFFSHORE INVESTMENT PART	610
6	APPROACH RESOURCES INC.	610
7	BARNWELL INDUSTRIES INC	610
8	CAMBER ENERGY, INC.	610
9	CHESAPEAKE ENERGY CORP	610
10	DAYBREAK OIL & GAS INC	610
11	DYNEGY INC	610
12	EARTHSTONE ENERGY, INC.	610
13	HIGHPOINT RESOURCES CORPORATION	610
14	LONESTAR RESOURCES US INC.	610
15	MEWBOURNE ENERGY PARTNERS 06-A, L.P.	610
16	MEXCO ENERGY CORPORATION	610
17	MV OIL TRUST	610
18	NBL PERMIAN LLC	610

19	RESERVE PETROLEUM COMPANY, THE	610
20	SANCHEZ MIDSTREAM PARTNERS LP	610
21	YUMA ENERGY, INC.	610
22	ATWOOD OCEANICS INC	910
23	C&J ENERGY SERVICES, INC.	910
24	DIAMOND OFFSHORE DRILLING INC	910
25	SEITEL INC	910
26	WILLBROS GROUP, INC.	910
27	ALON USA ENERGY, INC.	1920
28	BP PRUDHOE BAY ROYALTY TRUST	1920
29	CVR ENERGY, INC.	1920
30	TRECORA RESOURCES	1920
31	UNITED REFINING CO	1920
32	VALERO ENERGY CORP	1920
33	WESTERN REFINING, INC.	1920

Prodotti per l'edilizia

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	11.932	113.601	536.439	762.621 -	638.109
2010	67.984	120.966	546.294	753.635 -	599.276
2011	42.481	148.194	580.563	806.069 -	686.277
2012	44.638	187.452	769.199	991.200 -	912.013
2013	60.470	188.938	602.405	1.171.812 -	730.873
2014	128.213	279.896	894.405	1.620.121 -	1.046.089
2015	132.020	225.424	937.076	1.803.575 -	1.030.480
2016	64.642	346.525	1.235.173	2.006.339 -	1.517.056

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	EAGLE MATERIALS, INC.	2351
2	HEADWATERS INC	2369

Servizi di pubblica utilità

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	24.674	474.140	3.937.344	1.810.172 -	4.386.809
2010	17.130	884.130	4.357.087	2.161.012 -	5.224.087
2011	38.433	1.208.329	4.515.206	2.349.532 -	5.685.101
2012	36.565	812.758	4.338.811	2.467.540 -	5.115.004
2013	41.751	965.533	4.163.419	2.403.969 -	5.087.202
2014	27.027	1.089.221	4.953.709	2.871.167 -	6.015.902

2015	48.864	1.527.859	5.907.924	3.327.087	-	7.386.919
2016	82.918	2.397.354	6.073.037	3.614.173	-	8.387.472

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	AMERICAN WATER WORKS COMPANY, INC.	3600
2	CONNECTICUT WATER SERVICE INC	3600
3	SJW GROUP	3600
4	AVALON HOLDINGS CORP	3811
5	SAKER AVIATION SERVICES INC	5223

Stampa ed Editoria

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	39.359.185	33.414.927	12.060.464	72.843.377	- 6.116.206
2010	54.378.420	42.495.421	15.907.776	89.955.573	- 4.024.777
2011	67.159.007	41.045.422	21.258.982	93.156.696	4.854.603
2012	86.428.946	50.682.104	22.969.433	111.056.449	12.777.408
2013	97.847.705	52.364.894	28.890.078	111.392.287	16.592.733
2014	109.624.291	62.252.581	38.170.637	121.695.590	9.201.072
2015	158.310.812	78.916.207	69.959.987	151.846.560	9.434.618
2016	176.282.790	93.683.543	82.847.871	147.741.644	- 248.625

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	CSS INDUSTRIES INC	1812
2	ENNIS, INC.	1812
3	MULTI COLOR CORP	1812
4	SINGING MACHINE COMPANY, INC. (THE)	1820
5	EDUCATIONAL DEVELOPMENT CORP	5811
6	JOHN WILEY & SONS, INC.	5811
7	QUARTO GROUP, INC. (THE)	5811
8	SCHOLASTIC CORP	5811
9	NAKED BRAND GROUP INC	5819
10	ALY ENERGY SERVICES, INC.	5829
11	AMERICAN SOFTWARE INC	5829
12	AUTODESK INC	5829
13	BRAVATEK SOLUTIONS, INC.	5829
14	CA, INC.	5829

15	COMMVault SYSTEMS, INC	5829
16	DETERMINE, INC.	5829
17	ELECTRONIC ARTS INC	5829
18	EPLUS INC	5829
19	IMPERVA, INC.	5829
20	JIVE SOFTWARE, INC.	5829
21	MAM SOFTWARE GROUP, INC.	5829
22	MGT CAPITAL INVESTMENTS, INC.	5829
23	MICROSOFT CORPORATION	5829
24	ORACLE CORP	5829
25	PLYZER TECHNOLOGIES INC.	5829
26	PRIME GLOBAL CAPITAL GROUP INCORPORATED	5829
27	QAD INC	5829
28	QUALITY SYSTEMS INC	5829
29	RED HAT INC	5829
30	REDTONE ASIA, INC.	5829
31	SALESFORCE.COM, INC.	5829
32	SMITH MICRO SOFTWARE INC	5829
33	SPLUNK INC.	5829
34	SUPPORT.COM, INC.	5829
35	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE INC.	5829
36	VIRNETX HOLDING CORPORATION	5829
37	VMWARE, INC.	5829

Telecomunicazioni

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales		NFP
2009	39.359.185	33.414.927	12.060.464	72.843.377	-	6.116.206
2010	54.378.420	42.495.421	15.907.776	89.955.573	-	4.024.777
2011	67.159.007	41.045.422	21.258.982	93.156.696		4.854.603
2012	86.428.946	50.682.104	22.969.433	111.056.449		12.777.408
2013	97.847.705	52.364.894	28.890.078	111.392.287		16.592.733
2014	109.624.291	62.252.581	38.170.637	121.695.590		9.201.072
2015	158.310.812	78.916.207	69.959.987	151.846.560		9.434.618
2016	176.282.790	93.683.543	82.847.871	147.741.644	-	248.625

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	8X8, INC.	6190
2	BLACK BOX CORP	6190
3	BROADVIEW NETWORKS HOLDINGS INC	6190

4	DIRECTVIEW HOLDINGS, INC.	6190
5	DISH DBS CORP	6190
6	FAIRPOINT COMMUNICATIONS, INC.	6190
7	GCI LIBERTY, INC.	6190
8	GCI, INC.	6190
9	HAWAIIAN TELCOM HOLDCO, INC.	6190
10	PARETEUM CORPORATION	6190
11	QWEST CORPORATION	6190
12	SBA COMMUNICATIONS CORPORATION	6190
13	T-MOBILE US, INC.	6190
14	UNITED STATES CELLULAR CORP	6190
15	VIRGIN MEDIA INC.	6190
16	VOICE MOBILITY INTERNATIONAL, INC.	6190
17	ZAYO GROUP LLC	6190

Tessile

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	24.879	518.523	12.163	500.766 -	505.807
2010	44.959	101.883	358.981	565.179 -	415.905
2011	54.451	94.504	365.917	599.535 -	405.970
2012	49.791	114.454	334.541	600.878 -	399.203
2013	40.691	111.332	317.126	602.198 -	387.767
2014	33.541	112.500	376.786	654.526 -	455.745
2015	44.462	138.272	432.816	714.924 -	526.626
2016	49.111	142.484	466.900	721.494 -	560.273

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	CULP INC	1320
2	XERIUM TECHNOLOGIES, INC.	1320

Trasporti

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	7.403.236	16.377.022	15.700.190	63.351.169 -	24.673.976
2010	8.727.517	19.338.969	15.339.190	74.809.632 -	25.950.643
2011	9.056.074	19.581.355	15.691.868	97.962.828 -	26.217.150
2012	11.599.976	27.229.025	20.074.573	106.332.824 -	35.703.622
2013	13.356.277	26.050.883	22.561.005	106.383.769 -	35.255.611
2014	14.083.069	31.629.021	31.272.239	131.655.140 -	48.818.192

2015	16.098.896	34.820.694	39.002.628	145.560.649	-	57.724.427
2016	15.648.787	37.967.922	49.508.611	147.042.296	-	71.827.745

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	BNSF RAILWAY COMPANY	4910
2	AMERCO	4941
3	KNIGHT-SWIFT TRANSPORTATION HOLDINGS INC.	4941
4	PAM TRANSPORTATION SERVICES INC	4941
5	RAND LOGISTICS, INC.	5020
6	AIR METHODS CORP	5110
7	ALLEGIANT TRAVEL COMPANY	5110
8	AMERICAN AIRLINES INC	5110
9	BRISTOW GROUP INC.	5110
10	HAWAIIAN HOLDINGS, INC.	5110
11	UNITED AIRLINES, INC.	5110
12	FEDEX CORP	5121

Vetro

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	599.721	1.385.414	2.267.747	5.130.934	- 3.053.440
2010	504.361	1.510.315	2.950.654	5.382.832	- 3.956.608
2011	358.009	1.686.224	2.818.713	6.179.478	- 4.146.928
2012	375.239	1.614.197	2.633.666	5.838.783	- 3.872.625
2013	298.472	1.624.694	2.367.940	5.610.338	- 3.694.162
2014	468.430	1.932.273	2.453.864	6.418.580	- 3.917.707
2015	449.743	1.992.619	4.928.262	6.555.616	- 6.471.139
2016	485.633	2.020.753	4.931.275	7.409.777	- 6.466.395

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	APOGEE ENTERPRISES INC	2314
2	OWENS-ILLINOIS GROUP, INC.	2319

Società diverse

Anno	Cash & cash Equivalent	Current Liabilities	Long term Debt	Sales	NFP
2009	34.147.419	52.650.705	46.216.006	229.532.837	- 64.719.292

2010	44.147.696	65.340.419	53.304.345	255.259.013	-	74.497.069
2011	51.749.645	71.860.600	58.840.539	304.508.065	-	78.951.493
2012	56.375.206	82.224.611	72.705.652	323.603.501	-	98.555.057
2013	62.046.324	85.257.804	79.169.776	336.848.755	-	102.381.256
2014	74.079.671	103.246.223	96.639.167	459.411.297	-	125.805.719
2015	92.885.687	116.200.023	117.493.568	481.153.678	-	140.807.904
2016	108.225.830	120.560.443	127.990.209	532.362.222	-	140.324.821

Nota: i dati sono in migliaia di euro

Fonte: "Orbis"

Num.	Company name	NACE Rev. 2 Core code (4 digits)
1	EXCALIBUR INDUSTRIES	721
2	LIBERTY STAR URANIUM & METALS CORP.	721
3	BUNKER HILL MINING CORP.	729
4	MADISON TECHNOLOGIES INC.	729
5	SOUTHERN COPPER CORPORATION	729
6	STILLWATER MINING CO	729
7	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL INC.	1200
8	REYNOLDS AMERICAN INC.	1200
9	DGSE COMPANIES, INC.	3212
10	CLARUS CORPORATION	3230
11	ESCALADE INC	3230
12	ABIOMED INC	3250
13	ADVANSOURCE BIOMATERIALS CORP	3250
14	ALPHA PRO TECH, LTD.	3250
15	ALPHATEC HOLDINGS, INC.	3250
16	ANGIODYNAMICS, INC.	3250
17	ANTARES PHARMA INC	3250
18	DEXTERA SURGICAL INC.	3250
19	DJO FINANCE LLC	3250
20	INSPIREMD, INC.	3250
21	LAKELAND INDUSTRIES INC	3250
22	QUANTRX BIOMEDICAL CORPORATION	3250
23	REMEDENT, INC.	3250
24	SANUWAVE HEALTH INC	3250
25	SONOMA PHARMACEUTICALS INC	3250
26	SPAN AMERICA MEDICAL SYSTEMS INC	3250
27	CHINA AUTO LOGISTICS INC.	4511
28	AMERICA'S CAR-MART, INC.	4519
29	CARMAX INC	4519
30	PENSKE AUTOMOTIVE GROUP, INC.	4519
31	MONRO, INC.	4520
32	PRECISION AUTO CARE INC	4520

33	UNIVERSAL CORP	4611
34	DEEP WELL OIL AND GAS, INC.	4614
35	HILLMAN COMPANIES, INC. (THE)	4614
36	CRYSTAL ROCK HOLDINGS INC	4617
37	ALLIANCE ONE INTERNATIONAL, INC.	4621
38	SINO AGRO FOOD, INC.	4638
39	CORE-MARK HOLDING COMPANY, INC.	4639
40	UNIFIED GROCERS, INC.	4639
41	MCKESSON CORPORATION	4645
42	TECH DATA CORP	4651
43	AGILYSYS, INC.	4652
44	RICHARDSON ELECTRONICS LTD	4652
45	VOXX INTERNATIONAL CORPORATION	4652
46	TITAN MACHINERY INC.	4661
47	FERRELLGAS, L.P.	4671
48	NGL ENERGY PARTNERS LP	4671
49	WORLD FUEL SERVICES CORP	4671
50	EMPIRE RESOURCES INC	4672
51	TRUE VALUE COMPANY	4673
52	HD SUPPLY INC	4674
53	PATTERSON COMPANIES, INC.	4690
54	HOST HOTELS & RESORTS LP	5510
55	SADDLEBROOK RESORTS INC	5510
56	SANTA FE FINANCIAL CORP	5510
57	WYNN RESORTS, LIMITED	5510
58	BJ'S RESTAURANTS, INC.	5610
59	BOB EVANS FARMS, INC.	5610
60	BUFFALO WILD WINGS, INC.	5610
61	CHEESECAKE FACTORY INCORPORATED	5610
62	DARDEN RESTAURANTS INC	5610
63	DAVE & BUSTER'S ENTERTAINMENT, INC.	5610
64	DOMINO'S PIZZA, INC.	5610
65	DUNKIN' BRANDS GROUP, INC.	5610
66	NATHANS FAMOUS INC	5610
67	NPC INTERNATIONAL INC	5610
68	PANERA BREAD CO	5610
69	POPEYES LOUISIANA KITCHEN, INC.	5610
70	RUBY TUESDAY INC	5610
71	SPYR, INC.	5610
72	AEON GLOBAL HEALTH CORP.	6201
73	CALLIDUS SOFTWARE INC.	6201
74	CICERO, INC.	6201
75	CURRENCY EXCHANGE INTERNATIONAL, CORP.	6201
76	DIGIMARC CORPORATION	6201
77	NETSCOUT SYSTEMS INC	6201

78	PORTLOGIC SYSTEMS INC.	6201
79	RIBBON COMMUNICATIONS, INC.	6201
80	SIMULATIONS PLUS, INC.	6201
81	STREAMLINE HEALTH SOLUTIONS, INC.	6201
82	VERINT SYSTEMS, INC.	6201
83	VIRTUSA CORPORATION	6201
84	ALPHABET INC.	6209
85	ANGI HOMESERVICES INC.	6209
86	EARTHLINK HOLDINGS, LLC	6209
87	LIVEWORLD, INC.	6209
88	ACXIOM CORP	6311
89	DST SYSTEMS INC	6311
90	FLUENT, INC.	6311
91	GRATITUDE HEALTH, INC.	6311
92	H&R BLOCK, INC.	6920
93	PAYCHEX INC	6920
94	AFFINION GROUP HOLDINGS, INC.	7022
95	BOOZ ALLEN HAMILTON HOLDING CORPORATION	7022
96	ECOLOGY AND ENVIRONMENT, INC.	7112
97	VERSAR INC	7112
98	TRC COMPANIES INC	7120
99	EMMAUS LIFE SCIENCES INC	7211
100	INDIA GLOBALIZATION CAPITAL, INC.	7211
101	PAREXEL INTERNATIONAL CORP	7211
102	CEB INC.	7220
103	ODYSSEY MARINE EXPLORATION, INC.	7220
104	CHINANET ONLINE HOLDINGS, INC.	7311
105	CUI GLOBAL, INC.	7311
106	LAMAR ADVERTISING COMPANY	7311
107	NATIONAL CINEMEDIA, INC.	7311
108	OMNICOM GROUP INC	7311
109	CLEAR CHANNEL OUTDOOR HOLDINGS, INC.	7312
110	ALLIANCE CREATIVE GROUP INC	7410
111	AFFINION GROUP, INC.	7490
112	AMREP CORP	7490
113	ATHENAHEALTH, INC	7490
114	CHEROKEE INC	7490
115	CHINA LONGYI GROUP INTERNATIONAL HOLDINGS LTD	7490
116	CINEDIGM CORP.	7490
117	CONCIERGE TECHNOLOGIES INC	7490
118	COUNTERPATH CORPORATION	7490
119	ENVESTNET, INC.	7490
120	INVESTVIEW, INC.	7490
121	KINGOLD JEWELRY, INC.	7490
122	MERCADOLIBRE, INC.	7490

123	MONEYONMOBILE INC	7490
124	RESEARCH SOLUTIONS, INC.	7490
125	RESOURCES CONNECTION INC	7490
126	SAJAN, INC.	7490
127	SILVERSUN TECHNOLOGIES, INC.	7490
128	ZILLOW GROUP, INC.	7490
129	DOVER MOTORSPORTS, INC.	9319
130	PARKS! AMERICA, INC.	9321
131	ENTERTAINMENT GAMING ASIA INC.	9329
132	TABLE TRAC, INC.	9329

Betas Europe: Damodaran

Industry Name	Number of firms	Beta	Tax rate	Unlevered beta	Unlevered beta corrected for cash
Education	9	0,13	7,54%	0,06	0,06
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	111	0,94	13,18%	0,11	0,14
Banks (Regional)	66	0,61	19,34%	0,18	0,21
Transportation (Railroads)	7	0,82	16,67%	0,25	0,28
Food Wholesalers	14	0,68	17,88%	0,23	0,28
Bank (Money Center)	129	1,72	17,90%	0,28	0,33
Real Estate (Operations & Services)	207	0,63	12,92%	0,35	0,36
Farming/Agriculture	40	0,68	18,12%	0,33	0,37
Hospitals/Healthcare Facilities	34	0,68	13,48%	0,36	0,38
Green & Renewable Energy	49	1,01	11,06%	0,41	0,44
Utility (Water)	13	0,85	15,63%	0,44	0,46
Real Estate (General/Diversified)	70	0,80	13,16%	0,44	0,48
Retail (Building Supply)	14	0,66	18,65%	0,43	0,48
Trucking	23	0,85	20,05%	0,47	0,49
Office Equipment & Services	34	0,67	13,79%	0,48	0,50
R.E.I.T.	126	0,86	2,98%	0,49	0,50
Tobacco	7	0,61	19,83%	0,49	0,51
Air Transport	38	0,84	17,71%	0,49	0,53
Restaurant/Dining	41	0,76	14,13%	0,52	0,54
Recreation	57	0,71	17,68%	0,53	0,55
Beverage (Alcoholic)	56	0,75	18,85%	0,55	0,56
Telecom. Services	87	0,99	15,28%	0,54	0,57

Real Estate (Development)	59	1,05	11,56%	0,54	0,58
Hotel/Gaming	118	0,80	11,99%	0,54	0,59
Utility (General)	21	1,08	19,83%	0,54	0,59
Retail (Automotive)	24	0,90	15,13%	0,57	0,59
Coal & Related Energy	17	0,72	0,81%	0,54	0,60
Healthcare Support Services	45	0,83	14,00%	0,60	0,61
Retail (General)	21	1,23	14,67%	0,57	0,62
Power	73	1,08	16,12%	0,60	0,63
Software (System & Application)	230	0,65	10,99%	0,60	0,64
Retail (Distributors)	120	0,96	18,73%	0,61	0,64
Retail (Grocery and Food)	28	1,07	16,32%	0,59	0,65
Packaging & Container	47	0,82	18,15%	0,62	0,65
Publishing & Newspapers	98	0,89	13,50%	0,62	0,66
Advertising	79	0,81	15,22%	0,61	0,66
Environmental & Waste Services	55	0,87	12,58%	0,64	0,67
Food Processing	158	0,76	14,08%	0,65	0,67
Entertainment	71	0,77	11,74%	0,58	0,69
Telecom (Wireless)	14	1,21	8,19%	0,65	0,70
Business & Consumer Services	214	0,85	15,96%	0,67	0,70
Cable TV	12	1,58	13,08%	0,69	0,71
Brokerage & Investment Banking	78	0,63	11,56%	0,45	0,71
Beverage (Soft)	19	0,89	19,39%	0,67	0,71
Engineering/Construction	170	1,09	14,62%	0,63	0,72
Insurance (Prop/Cas.)	22	0,84	12,12%	0,69	0,73
Transportation	39	1,06	23,79%	0,69	0,76
Building Materials	88	0,94	19,04%	0,75	0,78
Computer Services	213	0,83	17,92%	0,73	0,79
Furn/Home Furnishings	46	0,90	16,79%	0,75	0,82
Apparel	135	0,95	13,90%	0,80	0,84
Precious Metals	58	0,95	8,12%	0,78	0,85
Investments & Asset Management	339	0,79	6,63%	0,63	0,86
Paper/Forest Products	42	1,12	14,86%	0,83	0,87
Healthcare Products	157	1,04	6,39%	0,86	0,88
Household Products	69	0,94	16,77%	0,86	0,88
Broadcasting	25	0,99	18,94%	0,86	0,88
Electronics (General)	149	0,97	14,27%	0,84	0,88

Auto & Truck	23	1,65	17,26%	0,78	0,90
Construction Supplies	101	1,23	19,88%	0,85	0,91
Retail (Special Lines)	86	1,03	14,63%	0,89	0,92
Chemical (Basic)	59	1,12	13,53%	0,89	0,92
Oil/Gas (Production and Exploration)	120	1,85	1,30%	0,83	0,94
Drugs (Pharmaceutical)	105	1,10	9,49%	0,91	0,94
Software (Internet)	155	0,98	8,30%	0,89	0,95
Diversified	70	1,23	13,38%	0,87	0,95
Healthcare Information and Technology	74	1,06	9,08%	0,91	0,96
Metals & Mining	105	1,38	4,27%	0,89	0,96
Information Services	27	1,10	11,56%	0,90	0,97
Electrical Equipment	121	1,12	13,79%	0,90	0,98
Steel	56	1,46	14,89%	0,89	0,99
Machinery	211	1,08	16,37%	0,94	1,01
Homebuilding	46	1,00	15,37%	0,93	1,02
Insurance (General)	50	1,12	20,35%	0,79	1,04
Aerospace/Defense	41	1,20	10,16%	0,97	1,07
Computers/Peripherals	36	1,21	9,99%	0,98	1,08
Shipbuilding & Marine	57	1,83	6,35%	1,01	1,08
Oil/Gas Distribution	34	2,17	7,55%	1,06	1,10
Chemical (Specialty)	89	1,22	15,19%	1,04	1,10
Drugs (Biotechnology)	188	1,30	1,57%	1,06	1,11
Software (Entertainment)	33	1,05	10,50%	0,93	1,13
Telecom. Equipment	56	1,13	7,83%	0,95	1,16
Electronics (Consumer & Office)	16	1,18	13,32%	1,07	1,19
Insurance (Life)	22	1,63	20,47%	0,84	1,20
Oilfield Svcs/Equip.	74	1,68	9,13%	1,07	1,22
Shoe	12	1,37	23,50%	1,17	1,25
Retail (Online)	59	1,29	11,28%	1,16	1,26
Auto Parts	56	1,50	18,74%	1,23	1,32
Rubber & Tires	7	1,47	24,88%	1,29	1,35
Oil/Gas (Integrated)	14	1,84	11,69%	1,23	1,35
Semiconductor	36	1,55	6,51%	1,29	1,37
Reinsurance	4	1,51	20,97%	1,23	1,42
Semiconductor Equip	20	1,39	15,65%	1,32	1,43
Chemical (Diversified)	7	2,08	22,48%	1,71	1,80

Betas US: Damodaran

Industry Name	Number of firms	Beta	Tax rate	Unlevered beta	Unlevered beta corrected for cash
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	258	0,65	20,80%	0,07	0,07
Utility (General)	18	0,38	25,62%	0,25	0,25
Power	68	0,54	19,27%	0,32	0,33
Banks (Regional)	645	0,47	25,43%	0,33	0,36
Auto & Truck	15	0,85	8,14%	0,35	0,38
Bank (Money Center)	10	0,86	27,90%	0,37	0,41
R.E.I.T.	238	0,72	1,72%	0,41	0,41
Brokerage & Investment Banking	45	1,08	13,59%	0,36	0,42
Hospitals/Healthcare Facilities	38	1,10	12,06%	0,44	0,45
Retail (Grocery and Food)	14	0,69	24,11%	0,46	0,46
Green & Renewable Energy	25	1,14	4,25%	0,43	0,47
Real Estate (Development)	18	0,68	1,97%	0,43	0,47
Utility (Water)	22	0,65	11,97%	0,47	0,47
Telecom (Wireless)	17	1,12	9,11%	0,55	0,58
Packaging & Container	26	0,84	24,47%	0,59	0,60
Coal & Related Energy	38	1,36	0,48%	0,57	0,61
Restaurant/Dining	86	0,77	16,47%	0,59	0,61
Real Estate (Operations & Services)	54	0,99	8,78%	0,58	0,62
Farming/Agriculture	37	0,92	7,89%	0,59	0,62
Environmental & Waste Services	89	0,85	5,07%	0,62	0,63
Diversified	24	0,76	11,55%	0,58	0,63
Food Processing	87	0,75	14,66%	0,61	0,63
Retail (Automotive)	25	0,91	22,58%	0,62	0,63
Reinsurance	3	0,75	19,33%	0,59	0,65
Transportation (Railroads)	7	0,79	22,17%	0,65	0,66
Hotel/Gaming	69	0,96	11,23%	0,64	0,67
Telecom. Services	67	1,04	13,36%	0,66	0,68
Investments & Asset Management	156	0,90	7,71%	0,57	0,68
Chemical (Basic)	45	1,00	7,71%	0,65	0,68
Household Products	129	0,80	9,05%	0,67	0,69
Oil/Gas Distribution	78	1,20	2,93%	0,68	0,69
Furn/Home Furnishings	30	0,84	14,58%	0,67	0,69

Broadcasting	30	1,22	18,54%	0,68	0,70
Insurance (Prop/Cas.)	50	0,83	22,27%	0,67	0,70
Apparel	58	0,88	10,95%	0,67	0,71
Beverage (Alcoholic)	25	0,79	10,86%	0,63	0,71
Insurance (General)	19	0,90	18,33%	0,69	0,71
Trucking	30	1,21	26,74%	0,72	0,76
Retail (Special Lines)	108	1,02	21,29%	0,73	0,76
Recreation	66	0,92	13,21%	0,73	0,76
Air Transport	18	1,12	22,99%	0,73	0,76
Retail (Distributors)	88	1,10	16,95%	0,75	0,77
Homebuilding	33	1,08	27,28%	0,73	0,77
Beverage (Soft)	36	0,91	5,87%	0,74	0,78
Insurance (Life)	22	1,03	22,91%	0,67	0,80
Healthcare Support Services	121	0,94	14,31%	0,74	0,82
Cable TV	14	1,12	20,28%	0,80	0,82
Retail (General)	19	1,05	22,22%	0,80	0,82
Electronics (General)	164	0,86	8,85%	0,74	0,83
Paper/Forest Products	23	1,12	14,46%	0,79	0,83
Shoe	10	0,85	14,47%	0,78	0,83
Computer Services	117	0,99	11,18%	0,79	0,83
Transportation	17	1,01	17,46%	0,80	0,83
Healthcare Information and Technology	125	0,95	6,32%	0,80	0,83
Business & Consumer Services	165	1,07	12,61%	0,82	0,85
Shipbuilding & Marine	11	1,20	7,30%	0,83	0,85
Telecom. Equipment	107	0,99	6,14%	0,80	0,86
Building Materials	41	1,01	23,39%	0,83	0,87
Information Services	64	0,98	16,37%	0,84	0,87
Rubber& Tires	4	1,35	10,09%	0,82	0,89
Metals & Mining	97	1,30	1,16%	0,86	0,89
Advertising	41	1,36	5,10%	0,85	0,91
Healthcare Products	254	1,04	6,12%	0,89	0,92
Drugs (Pharmaceutical)	164	1,02	2,54%	0,89	0,93
Food Wholesalers	16	1,20	11,77%	0,91	0,93
Machinery	127	1,06	11,73%	0,89	0,93
Auto Parts	63	1,12	10,40%	0,85	0,94
Aerospace/Defense	96	1,07	10,86%	0,89	0,94
Computers/Peripherals	55	1,06	5,68%	0,89	0,94
Oil/Gas (Integrated)	7	1,08	1,14%	0,93	0,95
Publishing & Newspapers	37	1,32	14,32%	0,89	0,96
Software (Entertainment)	13	0,98	1,04%	0,86	0,96

Entertainment	79	1,20	5,50%	0,93	0,97
Electronics (Consumer & Office)	24	1,08	3,81%	0,91	0,97
Chemical (Specialty)	100	1,20	9,58%	0,94	0,98
Software (System & Application)	236	1,13	5,67%	0,94	0,99
Oil/Gas (Production and Exploration)	330	1,38	0,32%	0,94	0,99
Engineering/Construction	48	1,18	15,15%	0,93	1,01
Construction Supplies	51	1,31	18,44%	0,98	1,02
Electrical Equipment	119	1,14	5,87%	0,97	1,04
Education	36	1,23	9,29%	0,94	1,05
Real Estate (General/Diversified)	11	1,27	15,32%	1,05	1,09
Office Equipment & Services	24	1,49	16,68%	1,03	1,09
Semiconductor Equip	45	1,10	11,13%	0,96	1,10
Precious Metals	109	1,25	1,84%	1,01	1,10
Oilfield Svcs/Equip.	148	1,37	4,11%	1,04	1,11
Semiconductor	80	1,20	7,71%	1,06	1,11
Software (Internet)	297	1,13	3,49%	1,09	1,12
Retail (Building Supply)	6	1,30	20,11%	1,11	1,12
Tobacco	22	1,28	8,84%	1,11	1,13
Retail (Online)	57	1,23	8,46%	1,13	1,17
Steel	38	1,60	7,94%	1,11	1,19
Chemical (Diversified)	8	1,52	6,59%	1,14	1,22
Drugs (Biotechnology)	426	1,40	1,44%	1,18	1,25

Bibliografia e sitografia

1. P. Sol, "Le aziende Usa scoppiano di liquidità: oltre mille miliardi \$, Apple in testa", Sole 24 Ore, 3 Settembre 2017.
2. Graham Rapier, "Da Apple a Coca-cola, un grafico mostra le aziende americane con più liquidità. Quasi tutta all'estero", Business Insider Italia, 20 Settembre 2017.
3. Andrea Franceschi, "Tesoro di liquidità da mille miliardi nelle aziende Ue. La top ten delle società più ricche di cash", Sole 24 Ore, 6 Agosto 2017.
4. George A. Akerlof, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, Agosto 1970, pp. 488-500.
5. Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Ottobre 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
6. Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have", National bureau of economic research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, Luglio 1984.
7. J.M. Keynes, "The general Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan, Londra, 1936.
8. Baumol W., "The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach", The Quarterly Journal of Economics, 66(4), 1952, pp. 545-56.
9. Tobin J., "The interest-elasticity of transactions demand for cash", The Review of Economics and Statistics, 38 (3), 1956, pp. 241-47.
10. Miller e Orr, "A model of the demand for money by firms", Quarterly Journal of Economics, 80, 1966, pp. 414-35.
11. Miller e Orr, "The demand for money by firms: extension of analytic results", Journal of Finance, 23, 1968, pp. 735-59.
12. Akerlof e Milbourne, "The short-run demand for money holdings", Economic Journal, 90, 1980, pp. 885-900.
13. Whalen "A rationalisation of the precautionary demand for cash", Quarterly Journal of Economics, Maggio 1966.

14. Aswath Damodaran, "Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications", Stern School of Business, Settembre 2005.
15. Kim C. S., Mauer D., Sherman A., "The determinants of corporate liquidity: theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 1998, pp. 335-359.
16. Deloof, M., 2001, "Belgian intragroup relations and the determinants of corporate liquid reserves", *European Financial Management*, 7, 375-392.
17. Wolfgang Drobetz & Gabrielle Wanzenried (2006) "What determines the speed of adjustment to the target capital structure?", *Applied Financial Economics*, 16:13, 941-958.
18. John R. Graham, Campbell R. Harvey, "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics* 60 (2001) 187-243.
19. Lins, Servaes e Tufano, "What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit", Novembre 2008, SSRN.
20. Bertinetti, Gardenal e Narder, "Finanza aziendale", McGraw-Hill create, 2014.
21. S. Myers, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of economics* 5 (1977), 147-175.
22. Alan Kraus e Robert H. Litzenberger, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4 (Settembre 1973), pp. 911-922.
23. Anton Miglo, "The Pecking Order, Trade-off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure: a Review", Marzo 2010.
24. John K. Graham, "Debt and the marginal tax rate", *Journal of Financial Economics* 41 (1996) 41-73.
25. Stephen Wright, "561 Measures of stock market value for the U.S. nonfinancial corporate sector, 1900-2002", *Review of Income and Wealth Series* 50, Number 4, December 2004.
26. Sheridan Titman e Roberto Wessels, "The determinants of capitals structure choice" *The Journal of Finance* Vol. XLIII, No. 1, Marzo 1988.
27. Rajan e Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", 1995.

28. Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?", 2007.
29. Merton Miller, "Debt and taxes", The Journal of Finance, Vol. 32, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976 (May, 1977), pp. 261-275.
30. John R. Graham, "How Big Are the Tax Benefits of Debt?", The Journal Of Finance C vol. LV, No. 5 C, Ottobre 2000.
31. Carlos A. Molina, "Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities", The Journal Of Finance Vol LX, No. 3, Giugno 2005.
32. Heitor Almeida e Thomas Philippon, "The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress", The Journal Of Finance Vol. LXII, No. 6, Dicembre 2007.
33. Richard C. Green, Burton Hollifield, "The personal-tax advantages of equity", Journal of Financial Economics 67 (2003) 175-216.
34. R. Gordon e Y. Lee, "Interest rates, taxes, and corporate financial policies", National Tax Journal Vol. LX, No. 1 Marzo 2007.
35. Dallochio M. – Tamarowski C., *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Egea, Milano, 2005.
36. Coase R., The nature of the firm, *Economica*, 1937.
37. Jensen M. C. – Meckling W. H. (1976), " Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
38. Eugene F. Fama and Michael C. Jensen," Separation of Ownership and Control", The Journal of Law & Economics Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), pp. 301-325.
39. Fama E. F., Agency problems and the theory of the firm, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, p. 289.
40. Jensen M. C., Organization theory and methodology, The Accounting Review, n.vol. LVIII, n. 2, April, 1983, p. 334.
41. Eisenhardt K. M., Agency theory: an assessment and review, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, January, 1989, p. 59.

42. Brealey, R., H. E. Leland, D.H. Pyle (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation, *The Journal Of Finance*, 32: 371-387.
43. Ross S. A., The Determination of financial structure: the incentive-signalling theory, *Bell Journal Of Economics*, 8: 23-40.
44. Myers e Majluf, "Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", 1984, *The Journal Of Financial Economics*, 13: 187-221.
45. "Politiche finanziarie e strategie di investimento", McGraw-Hill 2013, pp. 439.
46. M. La Rocca, T. La Rocca, R. Staglianò, A. Cariola, "Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia", Rcs libri S.p.a., 2012, pp. 79.
47. https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=2ahUKEwjOiLiisMTdAhVJyoUKHa5LChUQFjABegQICRAC&url=http%3A%2F%2Fwww.unioncamere.gov.it%2Fdownload%2F5638.html&usg=AOvVaw35pDOybrdMHX9UHB_daDPB (accesso al credito 2015 Unioncamere).
48. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2018/2018-0005/1805-veneto.pdf>.
49. <https://www.cerved.com/it/chi-siamo>.
50. <https://www.mbres.it/it/publications/financial-aggregates-italian-companies>.
51. https://www.unite.it/UniTE/Engine/RAServeFile.php/f/File_Prof/DI_ANTONIO_784/I_Finanziamenti_a_BREVE_TERMINE.pdf.
52. https://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/dc_2017.pdf.
53. <https://www.mbres.it/it/publications/fourth-capitalism>.
54. <https://www.assilea.it/documentazioneAction.do?idCategoria=17>, report "TO LEASE 2018- Dati 2017-18".
55. <https://www.assilea.it/documentazioneAction.do?idCategoria=17>, report "Rapporto sul leasing- Anno 2016".
56. https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwi9_6LHtY3dAhXOxqQKHIDLBPwQFjAAegQICBAC&url=http%3A%2F%2Fwww.giappichelli.it%2Fstralci%2F3481889.pdf&usg=AOvVaw083b074SygNPmOp72qsLnB.
57. [//www.inumeridelvino.it/2017/11/settore-vino-contro-settore-bevande-dati-mediobanca-2016.html](http://www.inumeridelvino.it/2017/11/settore-vino-contro-settore-bevande-dati-mediobanca-2016.html).

58. <http://www.ismeamercati.it/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/7207>.
59. <http://www.ismea.it/flex/cm/pages/ServeAttachment.php/L/IT/D/8%252Fd%252Fb%252FD.f7b5a2e810dad283d1a1/P/BLOB%3AID%3D10110/E/pdf>.
60. <https://www.comunicaffe.it/aidepi-boom-cioccolato/>.
61. <https://packmedia.network/it/federazione-carta-grafica-terzo-trimestre-2016>.
62. <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-01-03/chimica-la-ripresa-130952.shtml?uuid=ADfxlKPC>.
63. <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-02-23/a-dicembre-vendite-dettaglio-languono-e-2016-si-chiude-crescita-zero-102017.shtml?uuid=AE780rb>.
64. <https://www.wired.it/economia/business/2017/04/28/mercato-elettrodomestici-tv-smartphone/>.
65. <https://www.smartbuildingitalia.it/wp-content/uploads/2017/06/Dati-di-settore-ANIE-2016.pdf>.
66. <https://www.agcom.it/documents/10179/8078012/Sintesi+Relazione+Annuale+2017.pdf/69ddc8b9-e975-4106-a940-0f857279f851>.
67. http://www.elettricitafutura.it/News/Energia/Relazione-annuale-AEEGSI-i-trend-del-mercato-dellenergia-nel-2016_265.html.
68. <https://www.aboutpharma.com/blog/2017/01/23/456958/>.
69. <https://www.industriaitaliana.it/le-aziende-italiane-prime-della-classe-nell-europa-dei-cavi/>.
70. <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2016-06-20/la-gomma-plastica-torna-crescere-201447.shtml?uuid=AD6Dstf>.
71. <http://www.cna.fvg.it/cna01/unioni-e-raggruppamenti/646-cna-installazione-e-impianti-rapporto-cna-cresce-il-mercato-in-crescita?jij=1534428963683>.
72. <http://www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=35113>.
73. http://www.repubblica.it/economia/rapporti/osservatoria/conad/2017/06/13/news/mobili_e_arredo_la_competizione_e_su_concept_e_multicanalita_-168010041/.
74. http://meccanica-plus.it/meccanica-produzione-2016-a-11-nei-dati-anima_85900/.

75. <https://www.bancaifisimpresa.it/blog/news/settore-metallurgico-dati-andamento-sul-mercato/>.
76. <http://www.ilsole24ore.com/art/moda/2017-02-20/concia-ripresa-pelli-pregiate--180740.shtml?uuid=AE1InjZ>.
77. <http://rienergia.staffettaonline.com/articolo/32733/Il+Preconsuntivo+petrolifero+UP:+il+petrolio+e+l'Italia+nel+2016/Marco+D%27Aloisi>.
78. <http://www.confindustriaceramica.it/site/home/news/articolo8608.html>.
79. <https://www.polimerica.it/articolo.asp?id=16077>.
80. <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-10-05/cemento-dieci-anni-caduta-161917.shtml?uuid=AEXbUXfC>.
81. <http://www.toputility.it/wp-content/uploads/2018/01/Sintesi-dei-risultati-Top-Utility-VI-ED-stamp.pdf>.
82. <https://www.agcom.it/documents/10179/8078012/Sintesi+Relazione+Annuale+2017.pdf/69ddc8b9-e975-4106-a940-0f857279f851>.
83. <https://www.agcom.it/documents/10179/8078012/Sintesi+Relazione+Annuale+2017.pdf/69ddc8b9-e975-4106-a940-0f857279f851>.
84. http://www.sistemamodaItalia.com/it/area-associati/centro-studi/item/download/10419_7ffbd426ced635b41c7af2ee5137ea95.
85. <http://www.ediliziaeterritorio.ilsole24ore.com/art/ambiente-e-trasporti/2017-03-09/confetra-prosegue-lenta-ma-costante-ripresa-settore-trasporto-merci-173346.php?uuid=AEed05k>.
86. <https://www.egointernational.it/industria-del-vetro-situazione-attuale-e-tendenze-per-l-export.html>.
87. <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betaEurope16.xls>.
88. https://www.istat.it/it/files/2011/03/metenorme09_40classificazione_attivita_economiche_2007.pdf.
89. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF>.
90. <https://www.confcommercio.it/-/le-piccole-e-medie-imprese-in-italia>.
91. <https://www.statista.com/topics/1526/chemical-industry-in-the-us/>.
92. <https://www.bbc.co.uk/news/world-asia-india-44064337>.