

MEDIOBANCA-UNIONCAMERE
“LE MEDIE IMPRESE INDUSTRIALI ITALIANE”

MILANO, 29 MAGGIO 2015

Produttività e strategia finanziaria delle medie imprese industriali italiane

Commento ai risultati dell'indagine

DANIELA VENANZI - *Università degli Studi Roma Tre*

Sono contenta di essere stata invitata a commentare il Rapporto Mediobanca-Unioncamere sulle Medie Imprese 2015 per due ragioni principali.

La prima riguarda la rilevanza e il rigore metodologico di questa indagine.

Si tratta, infatti, di un'indagine importante sul piano economico-finanziario, perché disegna, ormai da 14 anni, un quadro completo ed approfondito della punta di diamante della manifattura italiana; uso questo termine per sottolineare sia l'*outperformance* di queste imprese rispetto al resto della manifattura italiana, sia la particolare forza e resistenza che hanno mostrato e stanno mostrando verso le sorti avverse della congiuntura mondiale.

Ma è anche un'indagine di grande rigore metodologico, sia nella raccolta/elaborazione dei dati di bilancio, che nel loro utilizzo a supporto di interpretazioni e commenti.

Poincaré diceva che *“La scienza è fatta di dati come una casa di pietre. Ma un ammasso di dati non è scienza più di quanto un mucchio di pietre sia una casa”*.

Mi è capitato di recente di leggere e ascoltare presentazioni di rapporti (anche da parte di istituzioni economiche di rilievo) in cui si traggono conclusioni distorte da confronti che non rispettano il *coeteris paribus* delle altre determinanti del fenomeno studiato, rispetto alla determinante di cui si vuole indagare l'effetto. Ad esempio, analisi in cui con molta disinvoltura si confrontano i fondamentali (redditività, produttività, indebitamento, ecc.) di aggregati definiti per dimensione o per paese, senza controllare il mix settoriale; confrontare la redditività senza tenere conto del mestiere che fanno le imprese e quindi del rischio e del costo opportunità del capitale che lo remunera è privo di senso: in ottica di creazione di ricchezza, non conta il livello assoluto della redditività, ma il divario sul costo del capitale che remunera il rischio assunto. Anche la produttività dipende dalla combinazione lavoro-capitale, che è diversa nei diversi settori: se è comparativamente maggiore l'uso del capitale umano, potrà essere minore il valore aggiunto per addetto, ma maggiore la produttività del capitale investito; anche la capacità di debito dipende dal rischio operativo dell'attività svolta e quindi lo stesso livello di indebitamento può produrre livelli di vulnerabilità differenti.

Bisogna dare atto a questa indagine di essere scevra da rozzezze del genere.

La seconda ragione è che questo rapporto, nell'analizzare l'economia e la finanza delle medie imprese italiane, consente di sfatare una serie di miti del passato, che sono in linea con paradigmi *mainstream*, storicamente consolidati, ma che non sono più supportati oggi dall'evidenza empirica ovvero, se appaiono esserlo, sono supportati da analisi/valutazioni non rigorose (le distorsioni cui facevo riferimento sopra), ideologicamente orientate e confezionate.

Sono numerosi i falsi miti che questa indagine sfata. Io mi concentrerò in questo breve commento su due di essi: il mito della grande dimensione e il mito della crisi del distretto.

Il primo mito considera la grande dimensione un vantaggio: consentirebbe incrementi di produttività e efficienza. Lo svantaggio di produttività della minore dimensione sarebbe anche legato alla specializzazione settoriale delle imprese di minori dimensioni in settori a bassa

tecnologia. La grande dimensione consentirebbe, inoltre, solidità e solvibilità finanziaria: qui si innesta poi il paradigma del *financial gap*, secondo il quale le imprese minori sarebbero tali non per scelta strategica della formula imprenditoriale e del modo di fare impresa, ma per vincoli lato offerta all'accesso al capitale.

Va detto che in questo Rapporto si fa comunque riferimento a imprese di taglia media, non piccole o piccolissime. Nel 2013 il numero medio di dipendenti è di 149 e il numero mediano di 116 dipendenti (e rispettivamente 47 e 33 milioni di euro son i valori medio e mediano di fatturato nello stesso anno). Si tratta, comunque, di dimensioni più contenute di quanto il *range* di dipendenti (50-499) e di fatturato (16-355 milioni di euro) che ne definisce l'universo farebbe pensare: la mediana è poco più di due volte la soglia minima di numero di dipendenti e di fatturato¹; quindi non proprio piccole o micro imprese, ma comunque nani se confrontate con i giganti, cioè con i grandi gruppi manifatturieri (in media circa 15 volte i dipendenti e 20 volte il fatturato della media impresa) e le imprese medio-grandi (circa 3 volte è mezzo più grandi in media). Quindi, il confronto consente di verificare se la maggiore dimensione rappresenti o meno un fattore di vantaggio.

Va inoltre aggiunto che è ragionevole supporre una certa similarità di fondamentali aziendali delle medie imprese con le piccole, considerando che c'è contaminazione tra i due insiemi: le medie imprese attivano un numero elevato di piccole imprese dell'indotto e la turbolenza dell'universo delle medie imprese si manifesta in prevalenza alla soglia inferiore (oltre il 90% dei movimenti totali: piccole che diventano medie e medie che tornano piccole).

Perché l'indagine dimostra che quello della grande dimensione è un falso mito?

Per gli aggregati fatturato, valore aggiunto, esportazioni, occupazione, Barbaresco nella sua presentazione ci ha mostrato i dati nel confronto con la manifattura in totale (che include le medio-grandi e i grandi gruppi manifatturieri, oltre alle medie imprese), dai quali emerge che le medie imprese fanno meglio (e in molti casi molto meglio, cioè performance doppie), in tutte le fasi del decennio in analisi (soprattutto nelle capacità di reazione alla crisi) e nonostante il minore contenuto tecnologico delle loro produzioni (in base alla classificazione Eurostat, la manifattura totale comprende per il 55% settori ad alta e medio-alta tecnologia e per il rimanente 45% settori a medio-bassa e bassa tecnologia; di contro, le percentuali per le medie imprese sono rispettivamente 31% e 69%; per i grandi gruppi, 75% e 25%).

Per quanto attiene alla produttività, indagini condotte sull'universo delle medie imprese (Coltorti-Venanzi, 2014) mostrano che la produttività, misurata dal valore aggiunto per addetto, quando si controlla opportunamente per gli altri *drivers* che la determinano, è correlata:

- negativamente con la dimensione, cioè la taglia inferiore delle medie imprese fa meglio delle due classi dimensionali superiori. L'indagine rileva sia un effetto fisso pari a 9,52 (come maggiore intercetta della taglia inferiore rispetto alla maggiore), sia un'amplificazione dell'effetto di altre determinanti sulla produttività, per esempio della qualità della forza lavoro e della qualità dei prodotti, espresse come misure *industry-relative*, cioè differenziale standardizzato rispetto alla media settoriale dell'universo (rispettivamente 1,5 e 11,6);
- positivamente con la qualità della forza lavoro (misurata dal costo medio del lavoro per addetto), espressa sia come media del settore che come differenziale della specifica impresa rispetto alla media settoriale; per ogni euro in più di costo del lavoro, il moltiplicatore sul valore aggiunto per dipendente è di 1,43; per ogni unità di differenziale standardizzato rispetto alla media universo relativamente al settore, il moltiplicatore sulla produttività è di 12; quindi un maggiore costo del lavoro genera un aumento della produttività, cioè l'altra componente del valore aggiunto per dipendente (il MOL) è correlato positivamente con il costo unitario del

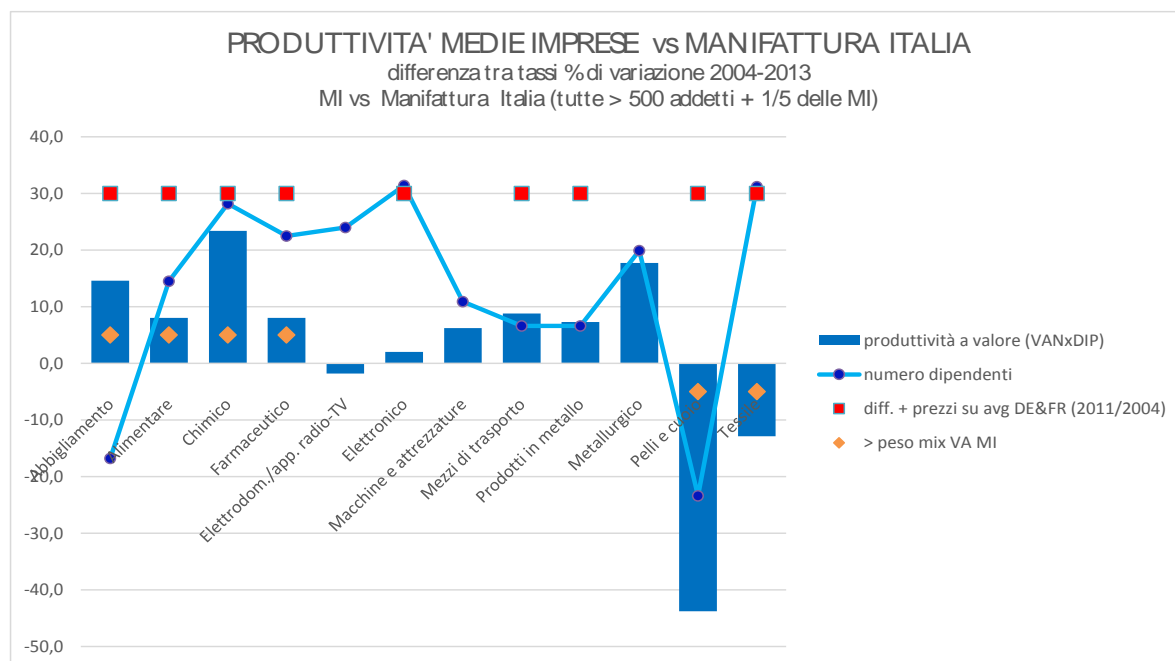
¹ Secondo la definizione della Commissione Europea sono piccole e medie le imprese sotto le soglie di 250 addetti e 50 ml di fatturato.

lavoro. Sfatando per questa via l'altro mito oggi molto in voga che per accrescere la produttività si debba ridurre il costo del lavoro. Ragionando in termini di produttività a valore (e non solo fisica), la qualità del lavoro (competenze e professionalità) consente produzioni di alta qualità e differenziate, che sono in grado di spuntare sul mercato differenziali di prezzo e quindi tradursi in vantaggi di produttività.

Sempre per quanto attiene alla produttività, se facciamo riferimento ai dati presentati oggi, la variazione del valore aggiunto netto pro-capite nel decennio è maggiore nelle medie imprese rispetto alla manifattura Italia (aggregato che comprende tutte le imprese con più di 500 addetti e 1/5 delle medie imprese): il numero indice base 100 nel 2004 è 121 per le medie imprese e 113 per la manifattura totale, pur in presenza di un aumento relativo dell'occupazione (il numero indice dipendenti è per le medie imprese di 110 vs 101,4 del dato totale, nel decennio).

Guardando ai singoli settori, la figura 1 mostra il vantaggio di produttività delle medie imprese sulla manifattura Italia in quasi tutti i settori², anche in quelli a più alto contenuto tecnologico. Il vantaggio risulta molto elevato nei settori a medio-alta tecnologia come il chimico e alcuni sotto-comparti del meccanico. Questo dato è ancora più importante se si considera che questi incrementi di produttività sono stati ottenuti con incrementi relativi del numero dei dipendenti: incremento che sul totale è stato del 21% nel decennio per i *white collars* e del 4% circa per i *blue collars*; quindi un incremento differenziato di occupazione a vantaggio delle funzioni non strettamente di produzione, ma impiegatizie e dirigenziali, più qualificate professionalmente: adeguamento delle competenze a contesti più sfidanti e competitivi. Per questa via, le medie imprese sfatano anche il falso mito per cui la debolezza dell'economia italiana dipenderebbe anche dall'avversa specializzazione delle imprese di minore dimensione in settori a bassa tecnologia.

Figura 1 – Differenziali di produttività per settori



Nella figura 1 sono anche evidenziati i settori (indicati con un quadratino rosso) per i quali l'incremento dei prezzi dell'Italia registrato nel periodo è superiore a quello medio Germania & Francia, dato che implica prodotti di qualità superiore, in grado di supportare differenziali di prezzo a livello europeo/globale, rispetto a concorrenti di paesi similari come grado di sviluppo del sistema industriale con cui i prodotti delle medie imprese competono sul mercato. Dal grafico emerge che nella maggioranza di questi settori il peso nel mix settoriale del valore aggiunto delle

² Le eccezioni del pelli-cuoio e del tessile sono legate alla presenza dei grandi *players* della moda.

medie imprese è maggiore (rombetto arancione) che non nel mix settoriale dell'aggregato di confronto. Questo significa che la componente della produttività a valore che dipende da questo fattore pesa in misura relativamente maggiore per le medie imprese rispetto all'aggregato con cui sono confrontate.

Passiamo ora a trattare il mito della grande dimensione relativamente alla presunta maggiore vulnerabilità finanziaria delle imprese di taglia inferiore. La presentazione del Rapporto che mi ha preceduto ha mostrato dati inconfutabili sulla solidità finanziaria delle medie imprese rispetto all'aggregato manifattura Italia, in termini sia di copertura dell'attivo immobilizzato con capitale netto tangibile che di rapporto tra attivo corrente e passivo corrente.

Se guardiamo poi alla dinamica finanziaria, emerge una strategia finanziaria delle medie imprese che appare predefinita *ex ante* a giudicare dalla stabilità di certi rapporti e dalla forza statistica di certi legami. Si tratta di una strategia finanziaria estremamente solida, che la teoria definisce di *pecking order* (Donaldson 1961,1984), cioè dell'ordine di scelta, cioè a dire che esiste una gerarchia tra le fonti di finanziamento, per cui esiste una preferenza per fondi generati internamente per finanziare il fabbisogno operativo, perché sono la fonte di fondi sulla quale la direzione ha massima informazione e controllo. L'impresa costituisce un *buffer* di risorse di mobilità finanziaria (liquidità e titoli di pronto mercato) che viene liquidato quando il fabbisogno operativo per investimenti tecnici e circolante eccede il *cash-flow* della gestione corrente e viene ricostituito nel caso opposto di eccedenza. Per il fabbisogno residuo si ricorre al debito finanziario (nelle medie imprese debito bancario), mentre l'eccedenza lo rimborsa. La politica del debito è però conservatrice: il debito è mantenuto entro limiti molto ristretti e con ampi margini di sicurezza dei finanziatori (*rating* elevato); si evita l'emissione di capitale di rischio e la conseguente diluizione del controllo.

Nel caso delle nostre medie imprese (quanto evidenziato si riferisce al dato aggregato/insieme chiuso su sub-aggregazioni di aree geografiche per anni, che sconta disomogeneità interne, già evidenziate nella presentazione del rapporto) [figure 2 e 3]:

- il flusso della gestione nel decennio considerato copre agevolmente il fabbisogno operativo (investimenti fissi e variazione del circolante): in tutti gli anni è eccedenza, tranne che nei 3 anni di ciclo espansivo 2006-2008;
- l'incidenza degli investimenti tecnici sul *cash flow* è stabile (circa 2/3) e si riduce negli anni successivi alla crisi (circa metà);
- in questi anni le medie imprese rimborsano debito (nel grafico si vede che si riduce il rapporto di indebitamento); potremmo leggere questo fatto con un'interpretazione lato domanda, cioè minore domanda e quindi minore fabbisogno per investimenti (quindi non sono i vincoli finanziari a limitare gli investimenti ma le prospettive del mercato), ovvero lato offerta, cioè le banche chiedono il rientro dal debito;
- gli apporti netti degli azionisti (aumenti di capitale a pagamento più sovrapprezzi più reintegri contestuali meno dividendi) sono sempre negativi e in proporzione piuttosto stabile del *cash flow* (13%);
- dinamica del debito finanziario fortemente legata alla dinamica del circolante netto;
- legame negativo rilevante tra variazione disponibilità e fabbisogno operativo non autofinanziato: utilizzo e creazione di risorse di mobilità finanziaria, risorse liquide di pronta disponibilità da usare come *buffer* di flessibilità finanziaria di prima istanza (se il fabbisogno operativo eccede l'autofinanziamento, le imprese liberano queste risorse, se è inferiore le riformano);
- il debito finanziario si mantiene entro limiti di sicurezza [figura 4]: il rapporto MOL/OF delle medie imprese è mediamente elevato (in media nel decennio considerato è pari a 5 volte), migliora nell'ultimo quadriennio (sopra 6) e si mantiene superiore rispetto allo stesso rapporto calcolato per la manifattura Italia; se si considera il MON/OF, il divario a favore delle medie imprese è ancora maggiore.

Si tratta di una strategia che si fonda sugli obiettivi di indipendenza, autosufficienza e controllo da parte della proprietà/management, e di salute di lungo termine dell'impresa, cioè di prudenza sul versante dell'indebitamento. Strategia che è coerente con il modello di impresa "progetto di vita" alla Becattini. Coerente con questo modello è la politica di prelievo di risorse da parte della proprietà, commisurata alla generazione di risorse da parte della gestione e attenta a non pregiudicarne la solidità.

Figura 2 – Flussi finanziari – dinamica 2005-2013

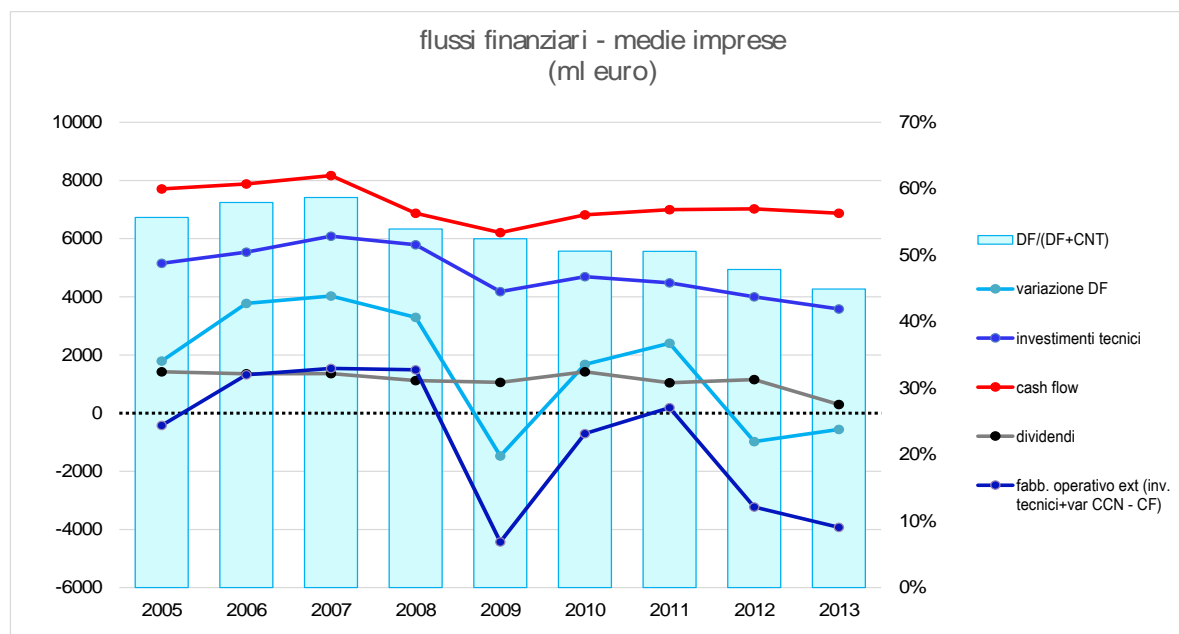
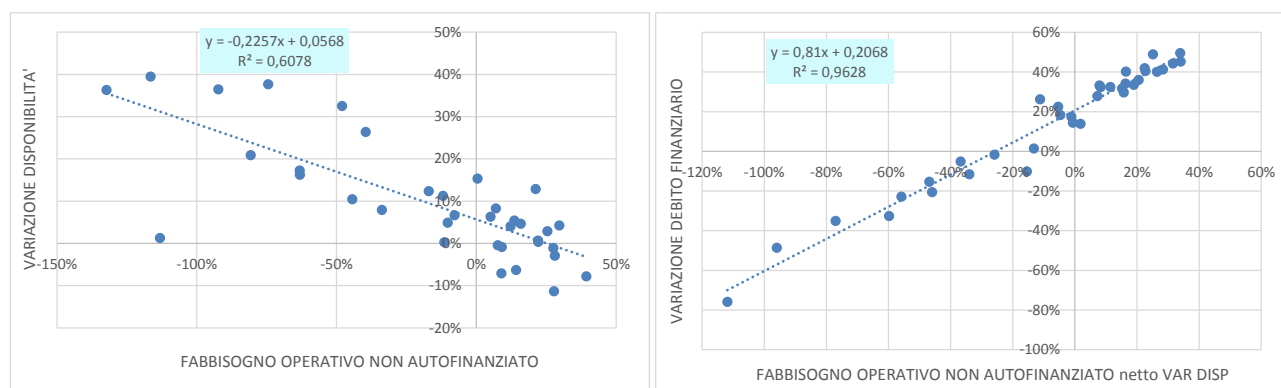


Figura 3 – Flussi finanziari - correlazioni



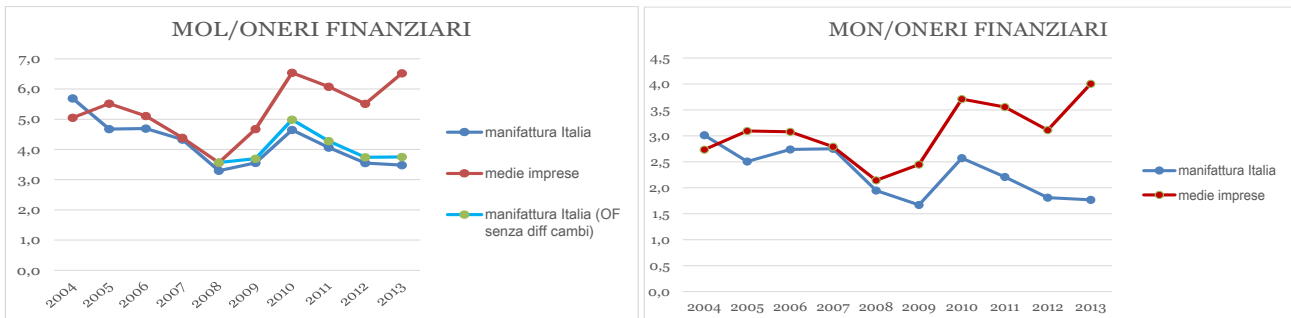
Due considerazioni conclusive su questo punto:

- la crisi ha, paradossalmente, rafforzato sul versante finanziario queste imprese, consentendo loro di ridurre il debito e aumentare la solvibilità;
- la lettura del *financial gap* come causa della non crescita dimensionale di queste imprese non regge; la strategia che emerge non appare compatibile con l'esistenza di vincoli finanziari.

Passiamo ora a trattare il secondo mito, cioè il mito della crisi dei distretti industriali, secondo il quale i distretti italiani starebbero perdendo i loro vantaggi competitivi e non sarebbero più il motore dell'Italia che produce ed esporta, in particolare nel dopo crisi. Confrontiamo quindi le medie imprese distrettuali con quelle non appartenenti né ai distretti, né ai sistemi produttivi locali, a parità di settore, negli anni cruenti della crisi 2008-2009 con l'ultimo triennio del rapporto (2011-2013).

E' rilevante effettuare il confronto sulle medie imprese perché studi recenti hanno provato che i distretti contemporanei registrano una presenza crescente delle medie imprese, che sono imprese

Figura 4 – Solvibilità finanziaria

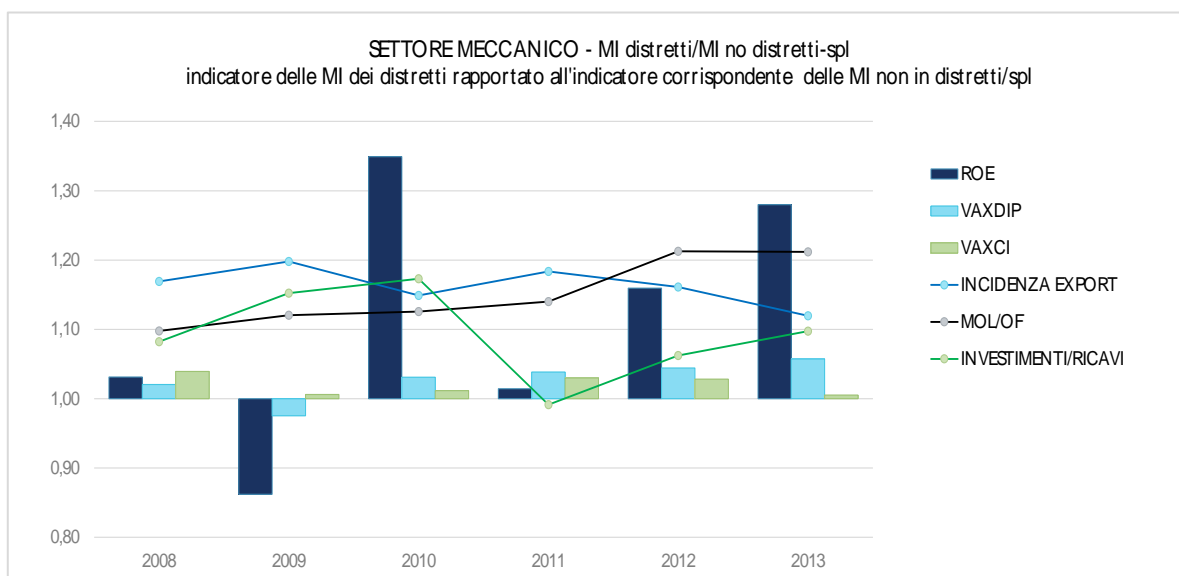


radicate localmente, ma con strutture interne più robuste in termini di competenze manageriali e di capacità di investimento rispetto alle piccole, che possono ampliare le possibilità dei sistemi distrettuali di penetrare nei mercati internazionali a domanda differenziata e di posizionarsi nelle catene produttive globali (Bellandi-Coltorti, 2014). Quindi, verificare l'effetto distretto su queste imprese mira a verificare se la contaminazione medie imprese-distretti generi vantaggi in entrambi i sensi, anche a favore delle medie imprese distrettuali, rispetto a quelle che non operano nei distretti.

Il confronto è stato fatto (anno per anno e non sul *trend*, trattandosi di insiemi aperti) :

- su redditività, produttività, solvibilità finanziaria, propensione all'*export*, tasso di investimento
- tra medie imprese dei distretti e medie imprese che non appartengono né ai distretti, né ai sistemi produttivi locali dentro lo stesso settore;
- su settori in cui opera un numero significativo e abbastanza omogeneo di medie imprese, in particolare il settore meccanico, dove il rapporto numerico tra medie imprese distretti e medie imprese non distretti è di 1 a 2, e il settore dei beni per la persona e casa dove il rapporto numerico è di 1,5 a 1 e, per entrambi, l'aggregato comprende almeno 300 imprese [figure 4 e 5].

Figura 4 – Medie imprese distrettuali e non distrettuali a confronto (settore meccanico)



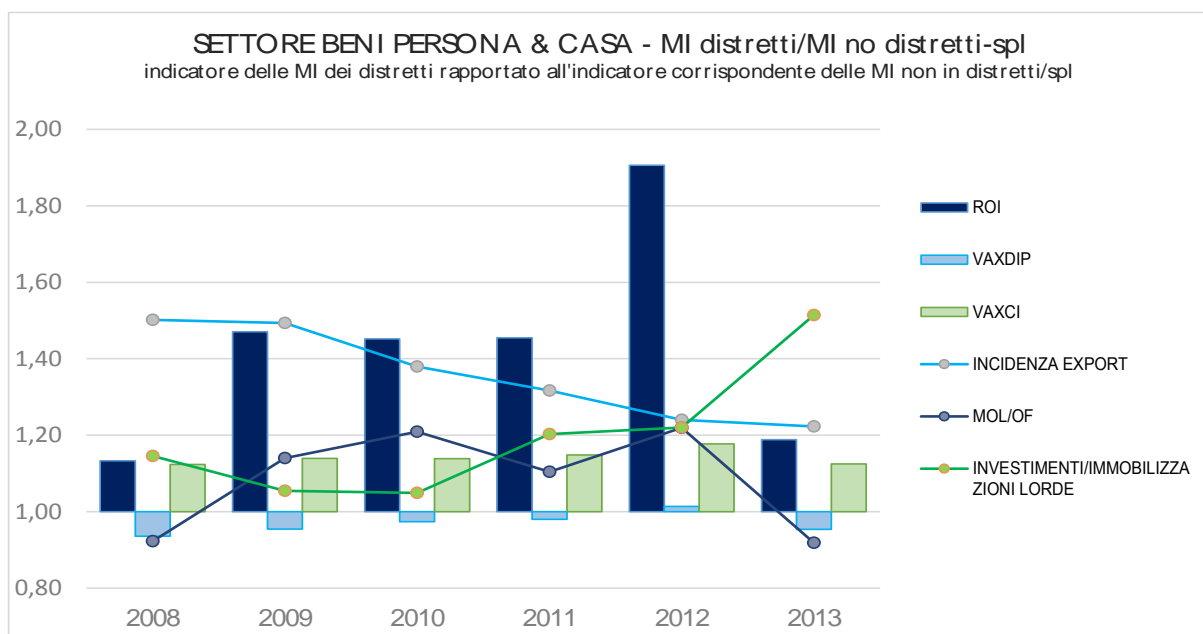
Che cosa emerge?

E' migliore la performance delle medie imprese dei distretti della meccanica rispetto alle altre per tutti gli aspetti considerati, ad eccezione del 2009, e con *spread* che si accentua negli anni *post* culmine della crisi.

Per il settore dei beni per persona & casa, la produttività del lavoro è inferiore, ma è superiore la produttività del capitale investito (si tratta forse di lavorazioni nei distretti a maggiore intensità di lavoro). Per tutti gli altri aspetti è evidente il vantaggio comparativo delle medie imprese distrettuali.

Per entrambi i settori si accentua il divario positivo per gli anni più recenti del tasso di investimento, mentre si riduce il vantaggio per la propensione all'*export*; tuttavia, l'inserimento delle medie imprese distrettuali in catene del valore internazionale potrebbe anche portare l'*export* a non essere un indicatore dell'effettiva propensione all'*export* di queste imprese, se vendono a imprese domestiche che poi esportano il prodotto finito (si pensi per esempio ai tessuti Albini venduti a Armani e ad altre grandi firme nell'abbigliamento).

Figura 5 – Medie imprese distrettuali e non distrettuali a confronto (settore beni per persona & casa)



In conclusione, le medie imprese delle aree distrettuali hanno reagito meglio alla crisi di quanto non abbiano fatto le medie imprese non distrettuali; fanno meglio per tutti gli aspetti analizzati, mantenendo un vantaggio rispetto alle medie imprese non distrettuali, anche se per alcuni fondamentali questo vantaggio si riduce, per effetto appunto della crisi che ha ridotto la domanda e ha aumentato la competizione. L'effetto distretto sembra quindi continuare ad operare come ammortizzatore nelle fasi avverse e fattore di spinta per la ripartenza.

Riferimenti citati

Coltorti F. e Venanzi D. (2014), "Produttività, competitività e territori delle medie imprese italiane", in Bellandi-Caloffi (a cura di), *I nuovi distretti industriali. Rapporto di Artimino sullo sviluppo locale 2012-2013*, Il Mulino, pp. 79-101

Bellandi M. e Coltorti F. (2014), "Distretti industriali e medie imprese, tra declino e traiettorie di sviluppo in Italia", in Bellandi-Caloffi (a cura di), *I nuovi distretti industriali. Rapporto di Artimino sullo sviluppo locale 2012-2013*, Il Mulino, pp. 13-32

Donaldson G. (1961), *Corporate debt capacity*, Harvard Press

Donaldson G. (1984), *Managing corporate wealth*, Praeger