

3. LA PERFORMANCE ECONOMICO- FINANZIARIA DELLE IMPRESE

Gli anni della crisi attraverso i dati di bilancio

L'analisi presentata in questo capitolo è frutto di una rielaborazione sui dati di bilancio di un insieme di imprese attive sul territorio della regione Lombardia e della provincia di Milano, per il periodo 2008-2011¹.

Scopo dell'analisi è quello di fornire un'immagine quanto più possibile completa dell'impatto della recente crisi economica sul tessuto imprenditoriale lombardo e milanese e di valutare, attraverso l'interpretazione dei dati che emergono dai bilanci societari, quali siano state le ripercussioni della contingente situazione di stallo sui principali macro-aggregati del sistema produttivo.

È necessario specificare che, in funzione dei limiti imposti dalla natura dei dati utilizzati, la seguente indagine non è rappresentativa dell'intero universo delle imprese milanesi e lombarde, bensì unicamente del mondo delle società di capitali (che sono tuttavia la parte più strutturata del sistema produttivo) e il cui ultimo bilancio depositato è quello relativo all'esercizio 2011².

Note

¹ La fonte utilizzata è la Banca dati AIDA (Bureau Van Dijk), aggiornata a marzo 2013.

² Le società di capitali sono le uniche per le quali, vigendo l'obbligo di deposito dei bilanci, vi è piena reperibilità dei dati necessari. Il ritardo nella disponibilità dei bilanci è riconducibile a quanto prescritto dall'articolo 2364 del codice civile che prevede la convocazione assembleare per l'approvazione del bilancio entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, con possibilità di proroga fino a 180 giorni nel caso di società tenute alla redazione del bilancio consolidato e «quando lo richiedono particolari esigenze relative alla struttura e all'oggetto della società».

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

L'orizzonte temporale di riferimento ripercorre quelli che, partendo dal 2008, sono stati quattro anni di andamenti altalenanti per l'economia italiana, a partire dalla prima brusca frenata del 2009, passando per la parziale ripresa dell'anno successivo fino ad arrivare al secondo nuovo rallentamento avvenuto a partire dalla seconda metà del 2011. Quest'ultimo dato è particolarmente rilevante in quanto indica, potenzialmente, una nuova brusca inversione dei valori di bilancio delle imprese per l'anno 2012 (per il quale i dati non sono ancora disponibili al momento della stesura di questa analisi).

In un'ottica di piena comparabilità si è optato per una logica di insieme chiuso, costituito dal medesimo gruppo di imprese con bilancio disponibile per tutti e quattro gli anni del periodo in esame. Ciò significa che i dati di seguito presentati fanno riferimento alla performance di quelle imprese che, già operanti nel 2008, sono sopravvissute alla prima ondata di recessione e sono risultate ancora attive al momento della chiusura del bilancio 2011; se da un lato questo comporta una parziale autoselezione del campione verso le imprese «best-performers», escludendo automaticamente le società costrette alla chiusura tra il 2009 e il 2011, dall'altro mantiene l'insieme costante, in modo da consentire raffronti intertemporali coerenti. L'analisi quadriennale di seguito proposta può dunque considerarsi rappresentativa dell'evoluzione di medio periodo dei macro-settori presi in esame (nel dettaglio industria, commercio e servizi³), se pur al netto di imprese nuove entrate e cessate nell'arco temporale 2009-2011.

Prima di procedere con l'analisi settoriale che fornisce una lettura storica della performance e un confronto dimensionale tra aggregato provinciale e regionale, vengono di seguito riportati la numerosità e il peso relativo delle imprese di ciascun settore in termini assoluti e di valore aggiunto.

TABELLA 1 - Numerosità campionaria, peso relativo e valore aggiunto di ciascun settore (anno 2011 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

	Milano			Lombardia		
	N. imprese	Pesi %	Valore aggiunto %	N. imprese	Pesi %	Valore aggiunto %
Industria	8.704	18,3	32,1	26.303	24,8	44,9
Commercio	9.923	20,9	21,7	22.243	20,9	19,7
Servizi	28.817	60,7	46,2	57.724	54,3	35,4
Totale	47.444			106.270		

³ La definizione di queste tre categorie si basa sulla classificazione delle attività economiche definita dai codici Ateco: rientrano nel segmento dell'industria le attività di estrazione mineraria (B), attività manifatturiere (C) e di fornitura di energia elettrica, gas vapore e aria condizionata (D); il settore del commercio (G); il settore dei servizi che raggruppa attività dei servizi di alloggio e ristorazione (I), i servizi di informazione e comunicazione (J), le attività immobiliari (L), le attività professionali, scientifiche e tecniche, con esclusione dei servizi veterinari (M), le attività di noleggio, le agenzie di viaggio e i servizi di supporto alle imprese (N).

Dalla tabella 1 si rileva come quasi il 45% delle imprese analizzate si concentri nella sola provincia di Milano (47.444 di 106.270 imprese). La parte preponderante di esse è attiva nel settore dei servizi, con una percentuale del 54,3% per la Lombardia (57.724 imprese) e una punta del 60,7% su Milano (28.817 imprese). A sottolineare ulteriormente la vocazione tipicamente terziaria del territorio urbano contribuisce anche la quota di società attive nell'industria, che si ferma al 18,3% per la provincia di Milano e raggiunge invece il 24,8% sul territorio regionale. Nonostante la preponderanza numerica delle società di servizi su quelle industriali, si può però notare come quest'ultime contribuiscano poi in misura più rilevante alla creazione di valore aggiunto: se a Milano l'apporto delle 8.704 industrie è pari al 32,1% e comunque inferiore al 46,2% dei servizi, in tutta la Lombardia il contributo maggiore alla creazione di ricchezza viene proprio dall'industria che con il 44,9% del valore aggiunto complessivo supera di quasi 10 punti percentuali il peso dei servizi (35,4%). Per quanto riguarda il commercio emerge invece un'assoluta omogeneità di distribuzione, con una quota di imprese che sfiora il 21% sia a livello provinciale (9.923 imprese) sia a livello regionale (22.243 imprese), con un peso analogo, anche se lievemente superiore per le imprese milanesi (21,7% contro il 19,7% lombardo), in termini di valore aggiunto.

Per completezza, il grafico 1 fornisce un raffronto dimensionale tra l'insieme qui analizzato, costituito unicamente da società di capitali, e l'universo delle imprese manifatturiere, commerciali e dei servizi (inclusivo di società di capitali, società di persone, ditte individuali e altre forme giuridiche), nell'ottica di definire la rappresentatività delle prime sulle reali dimensioni del contesto imprenditoriale milanese e lombardo. Il nostro insieme rappresenta larga parte dell'universo dei settori dell'industria e dei servizi (a Milano le società incluse nel campione pesano rispettivamente per il 27,1% e 30,1% del totale); al contrario per il comparto commerciale la rappresentatività campionaria diminuisce notevolmente, essendo questo settore costituito tipicamente da realtà diverse, quali piccole attività di commercio al dettaglio a conduzione familiare (il peso campionario sul totale del segmento è solo del 14,1% a Milano).

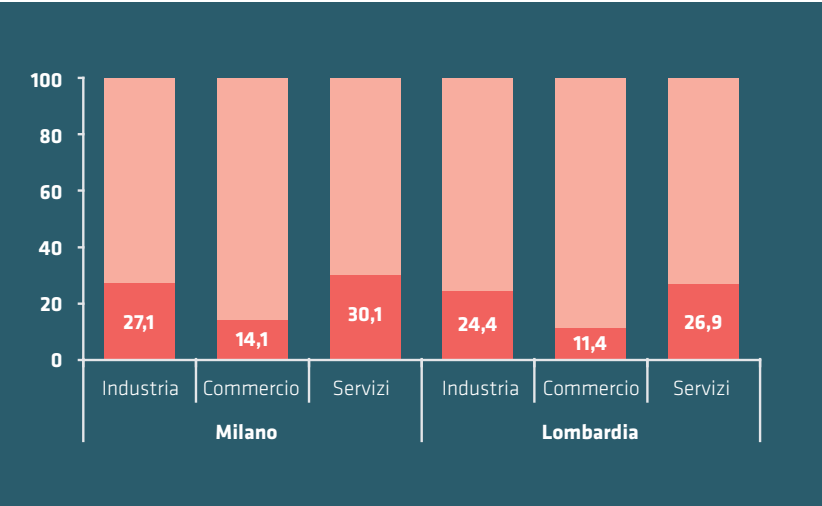


GRAFICO 1
Rappresentatività del campione analizzato sul numero totale di imprese attive per ciascuno dei settori in esame (anno 2011 - valori percentuali)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati Infocamere e AIDA

■ Campione società di capitali
■ Imprese non incluse nel campione

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

Di seguito si riportano le principali evidenze emerse per ciascuno dei tre macro-aggregati esaminati. Per ognuno vengono analizzate, in primo luogo, alcune voci di conto economico che descrivono l'andamento di medio periodo del ciclo produttivo di settore (nello specifico: ricavi delle vendite, valore aggiunto, EBITDA⁴ e risultato d'esercizio). Ai valori totali di settore sono stati poi affiancati anche i valori mediani di alcune grandezze che, raffrontati a quelli totali, consentono di valutare quale sia stata la performance dell'impresa rappresentativa del settore. Segue un focus dimensionale che, scomponendo le imprese dei tre settori in altrettante classi di fatturato distinte, permette di valutare il contributo economico di micro, PMI e grandi imprese all'andamento complessivo⁵. Vengono infine presentate una serie di variabili di stato patrimoniale, che descrivono quanto e in che modo le condizioni finanziarie delle imprese siano state intaccate durante la crisi, soprattutto in termini di capitalizzazione, accesso al credito bancario, incasso dei pagamenti da parte dei clienti ed esposizione verso i fornitori. Per concludere viene proposto un breve raffronto intersettoriale che sintetizza le principali evidenze emerse da un'analisi comparata tra società industriali, del commercio e dei servizi.

INDUSTRIA

La prima evidenza che emerge da un raffronto intertemporale e che accomuna tutte le variabili di bilancio elencate in tabella 2 è la forte recessione che ha colpito, se pur con intensità diversa, le industrie milanesi e lombarde durante il 2009. Sia il fatturato sia il valore aggiunto complessivo hanno fatto registrare tassi di variazione negativi a due cifre; ancora più accentuata la riduzione dell'EBITDA che ha perso in un solo anno quasi un quarto del suo valore iniziale (-24,6% a Milano e -24,4% in Lombardia). Se poi il 2010 ha visto un parziale recupero dei livelli pre-crisi, il 2011, pur facendo segnare dei tassi di variazione positivi, denota un netto rallentamento della dinamica di settore, imputabile verosimilmente alla nuova ondata di recessione che ha colpito l'economia italiana a partire dalla seconda metà dell'anno. Complessivamente, si può vedere come sull'arco dei quattro anni il fatturato abbia recuperato i livelli del 2008, soprattutto per le industrie situate in provincia di Milano (+8,2%, in confronto al +4,6% della Lombardia); il loro valore aggiunto è però cresciuto solo del 2,2%, mentre quello della Lombardia si è addirittura fermato a un -0,4%.

Cercando di trovare una spiegazione per la migliore performance delle industrie milanesi rispetto a quelle lombarde sono stati individuati alcuni fattori chiave che potrebbero averne favorito la competitività e di conseguenza la profittabilità. Un trend di fatturato superiore potrebbe risiedere sia nella capacità di vendita dei propri prodotti a prezzi maggiori sia in un contenimento dei costi, legato forse a

⁴ Acronimo di *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, l'EBITDA è un margine reddituale che misura l'utile prima degli interessi, delle imposte, delle tasse, delle componenti straordinarie, delle svalutazioni e degli ammortamenti. Corrisponde sostanzialmente al margine operativo lordo (MOL) italiano e può considerarsi rappresentativo del reale risultato del business aziendale.

⁵ Le classi di fatturato sono state calcolate sull'anno 2008 e riflettono parzialmente la definizione dell'Unione europea di micro, PMI e grandi imprese. I livelli dei ricavi delle vendite corrispondenti sono rispettivamente: inferiore ai 2 milioni di euro; tra i 2 e i 50 milioni di euro; superiore ai 50 milioni di euro.

TABELLA 2 - Andamento delle principali variabili del conto economico del settore industria

(anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Valori assoluti				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	164.288	141.813	161.832	177.778	-13,7	14,1	9,9	8,2
Valore aggiunto	27.203	24.425	27.159	27.797	-10,2	11,2	2,3	2,2
EBITDA	11.418	8.608	10.047	10.914	-24,6	16,7	8,6	-4,4
v.A./fatturato	16,6%	17,2%	16,8%	15,6%				

Lombardia								
	Valori assoluti				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	302.170	253.624	288.308	316.209	-16,1	13,7	9,7	4,6
Valore aggiunto	58.935	52.148	57.067	58.724	-11,5	9,4	2,9	-0,4
EBITDA	23.718	17.919	20.382	20.222	-24,4	13,7	-0,8	-14,7
v.A./fatturato	19,5%	20,6%	19,8%	18,6%				

una diversa struttura produttiva delle imprese. Stando a quanto emerge dai dati, le imprese urbane sembrano infatti esternalizzare in misura maggiore alcune fasi della produzione, mentre quelle lombarde, al contrario, sarebbero più integrate verticalmente⁶.

Apparentemente dunque, le industrie milanesi, in virtù della loro vicinanza e coesistenza sul territorio urbano con un'intensa rete di attività di servizi avanzati, sarebbero state in grado di esternalizzare efficientemente una parte delle loro attività, sfruttando le potenzialità del terziario in termini di generazione di innovazione per ottenere dei risparmi di costo.

Un ulteriore spillover di cui potrebbero aver beneficiato le industrie operanti in provincia di Milano è dato dal forte grado di internazionalizzazione del contesto ambrosiano, generato dalla presenza di grandi multinazionali e IDE (Investimenti diretti esteri) la cui concorrenza ha avuto, soprattutto durante la crisi, un impatto positivo sulle imprese locali, stimolandole a migliorare l'efficienza produttiva per sopravvivere⁷.

Il dato più preoccupante per il settore deriva invece dall'evoluzione di medio periodo dell'EBITDA che ha perso il 4,4% su Milano e quasi il 15% sulla Lombardia, segno di come la situazione economica di stallo abbia gravato pesantemente sui margini operativi delle industrie, ancora fermi a livelli notevolmente inferiori a quelli pre-crisi.

A conferma della difficoltà delle imprese industriali nel recuperare i propri margini si possono evidenziare i valori dei grafici 2 e 3 che mostrano, rispettivamente

⁶ Questa ipotesi si basa sui dati riportati in tabella 2 relativi al rapporto valore aggiunto/fatturato: come si può vedere esso si mantiene per Milano intorno al 16%, costantemente di 3 punti percentuali al di sotto dell'equivalente per la Lombardia (circa 19%), segno appunto che le imprese milanesi fornirebbero un contributo diretto inferiore alla creazione di ricchezza e ricorrerebbero in misura maggiore a fattori di produzione esterni.

⁷ Si veda a tal proposito il contributo di Altomonte, Cusi e Saggiaro proposto nel capitolo 4 «L'apertura internazionale».

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

per Milano e Lombardia, l'evoluzione del numero di imprese con bilancio in utile o perdita al termine di ciascun anno. Il 2009 è sicuramente l'anno con il maggior numero di bilanci in perdita (3.524 a Milano e 10.715 in tutta la Lombardia) e con il più basso valore di imprese in utile (rispettivamente 5.173 e 15.538); congiuntamente questi numeri hanno contribuito a far salire la quota di imprese in perdita oltre il 40% del totale. Nel 2011 si è poi verificato un secondo nuovo aumento delle imprese in perdita. Con 2.734 unità a Milano e 8.003 in Lombardia, la quota di società con perdite contabili sul totale delle imprese industriali si è assestata rispettivamente al 31,4% e al 30,4%. Questo è un dato che potrebbe essere interpretato come un segnale d'allarme e potenzialmente foriero di un nuovo innalzamento della quota di imprese con risultati netti negativi per il 2012 a livelli paragonabili a quelli già toccati durante la prima ondata recessiva nel 2009.

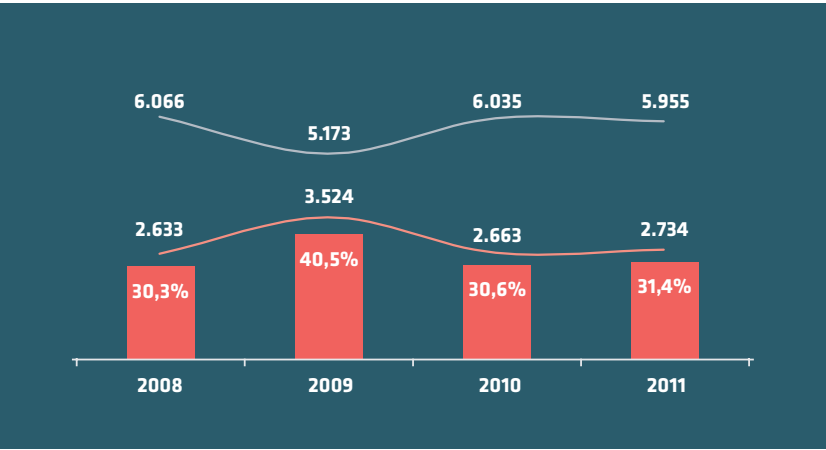


GRAFICO 2
Numero di imprese del settore industria con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in provincia di Milano (anni 2008-2011 - valori assoluti e percentuali)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

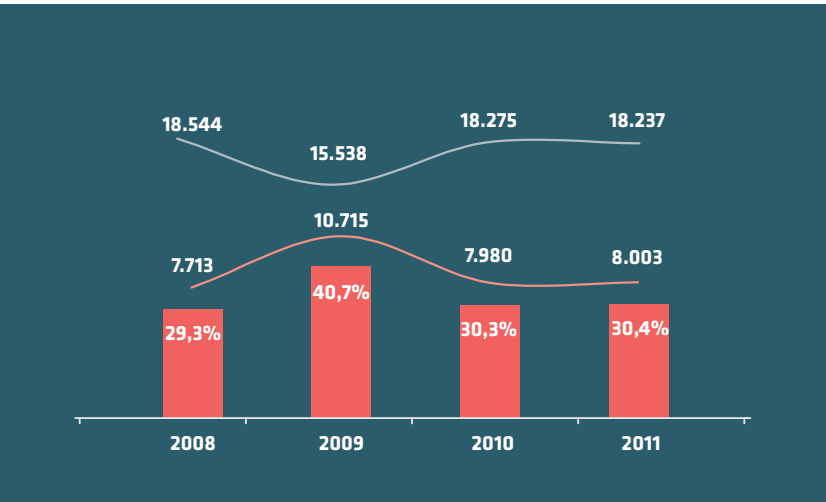


GRAFICO 3
Numero di imprese del settore industria con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in Lombardia (anni 2008-2011 - valori assoluti e percentuali)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Focus dimensionale

Se i dati fin qui analizzati possono considerarsi rappresentativi dell'andamento del settore nel suo complesso, si cerca ora di dare un'immagine più precisa di quella che è stata la performance dell'impresa mediana del settore.

Sia dai valori assoluti della tabella 3 sia dalla composizione percentuale dei grafici 4 e 5 si può vedere come l'impresa benchmark, intesa come impresa rappresentativa del settore industriale, sia in realtà una microimpresa che fattura meno di 2 milioni di euro l'anno: tali realtà rappresentano infatti il 56,5% sia del contesto industriale milanese sia di quello lombardo.

Dalle variazioni percentuali in tabella 3 si vede come il fatturato di questa tipologia di impresa, a differenza del valore aggiunto che in due anni ha colmato il gap formatosi nel 2009, non sia riuscito nel 2011 a recuperare i livelli pre-crisi, assestandosi su valori più bassi del 2,3% nel contesto milanese e del 3,4% in quello lombardo. Questa divergenza tra ricavi delle vendite in discesa e tenuta del valore aggiunto potrebbe essere in parte attribuibile a una minore incidenza dei costi di produzione sul business aziendale: dai dati di bilancio si rileva, infatti, come per l'impresa mediana sia i costi per materie prime sia quelli per servizi siano diminuiti tra il 2008 e il 2011 rispettivamente del 4,3% e 2,2% a Milano e del 5,9% e 2,9% in Lombardia, dato molto probabilmente correlato al rallentamento dell'attività produttiva e forse, in parte, a tentativi di razionalizzazione interna.

La discrepanza riscontrata fra trend del settore (positivo) e dell'impresa mediana (negativo) è plausibilmente indice di un aumento nella divaricazione di performance tra la miriade di micro e piccole-medie imprese in difficoltà, che presentano tassi di variazione negativi, e poche grandi imprese che sono invece riuscite a fronteggiare meglio gli effetti della crisi.

Nella tabella 4 è possibile individuare la performance relativa di alcuni aggregati dimensionali del settore industriale che conferma sostanzialmente quanto appena ipotizzato.

La frenata dei fatturati ha interessato tutte le imprese indipendentemente

TABELLA 3 - Andamento del fatturato, dei costi e del valore aggiunto mediani del settore industria

(anni 2008-2011 – valori assoluti in euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Valori mediani				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	1.477.632	1.237.336	1.356.771	1.443.785	-16,3	9,7	6,4	-2,3
Costi per materie prime	524.455	399.685	466.497	501.762	-23,8	16,7	7,6	-4,3
Costi per servizi	332.764	296.503	317.199	325.600	-10,9	7,0	2,6	-2,2
Valore aggiunto	405.364	353.592	393.594	413.068	-12,8	11,3	4,9	1,9
Lombardia								
	Valori mediani				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	1.541.361	1.267.166	1.393.465	1.489.601	-17,8	10,0	6,9	-3,4
Costi per materie prime	568.584	415.518	498.233	534.793	-26,9	19,9	7,3	-5,9
Costi per servizi	342.997	297.039	317.933	332.970	-13,4	7,0	4,7	-2,9
Valore aggiunto	424.646	365.635	410.652	433.187	-13,9	12,3	5,5	2,0

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

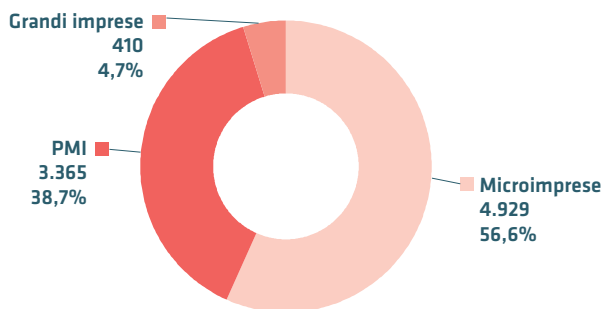


GRAFICO 4
Ripartizione imprese del settore industria in provincia di Milano per classi dimensionali
(anno 2011 – valori assoluti e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

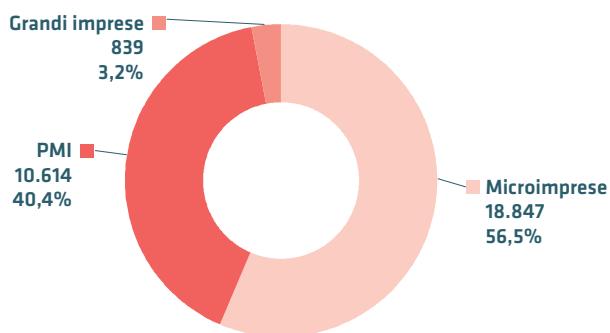


GRAFICO 5
Ripartizione imprese del settore industria in Lombardia per classi dimensionali
(anno 2011 – valori assoluti e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

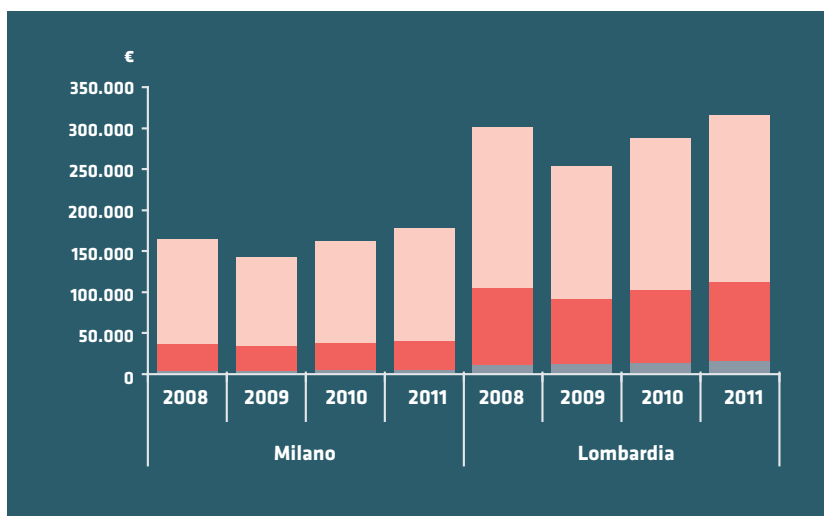


GRAFICO 6
Contributo delle micro, delle PMI e delle grandi imprese del settore industria alla creazione del fatturato
(anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

dalla dimensione, anche se micro e piccole-medie imprese (fatturato tra i 2 e i 50 milioni di euro) sono state il segmento che ha risentito in maniera più pesante della crisi. Se le PMI industriali milanesi, pur riuscendo a recuperare il valore aggiunto del 2008, hanno perso il 7,7% del loro fatturato, in Lombardia sia fatturato (-4,6%) sia valore aggiunto (-1,8%) hanno fatto registrare un segno meno per questo comparto.

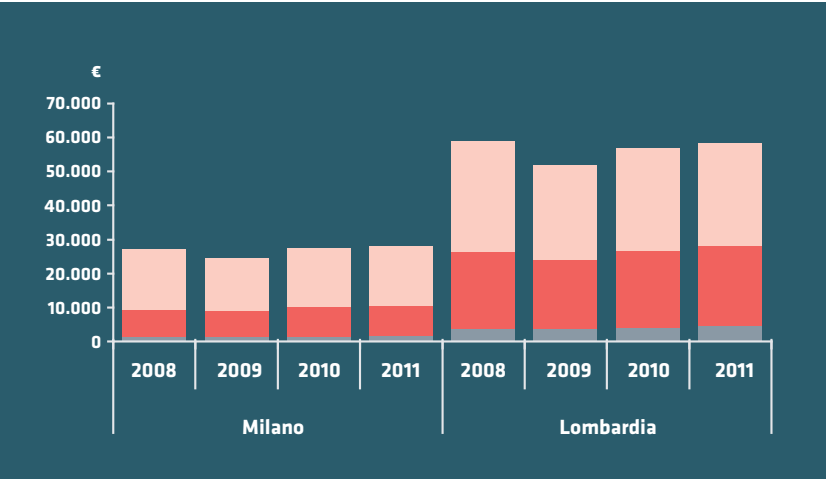


GRAFICO 7
Contributo delle micro, delle PMI e delle grandi imprese del settore industria alla creazione del valore aggiunto (anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Microimprese
PMI
Grandi imprese

TABELLA 4 - Andamento del fatturato e del valore aggiunto mediани del settore industria per classi di fatturato
(anni 2008-2011 – valori assoluti in euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Fatturato mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni*	568.876	477.825	515.712	528.821	-16,0	7,9	2,5	-7,0
2-50 milioni	5.894.572	4.694.390	5.176.316	5.439.826	-20,4	10,3	5,1	-7,7
>50 milioni	110.113.131	95.234.529	104.422.494	108.545.053	-13,5	9,6	3,9	-1,4
	Valore aggiunto mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	154.215	133.769	145.235	151.245	-13,3	8,6	4,1	-1,9
2-50 milioni	1.380.315	1.184.494	1.317.516	1.385.286	-14,2	11,2	5,1	0,4
>50 milioni	22.401.396	19.499.951	21.502.828	22.287.940	-13,0	10,3	3,7	-0,5
Lombardia								
	Fatturato mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	634.849	526.698	572.343	603.317	-17,0	8,7	5,4	-5,0
2-50 milioni	5.202.166	4.184.481	4.634.167	4.962.490	-19,6	10,7	7,1	-4,6
>50 milioni	95.478.478	82.188.457	90.610.324	96.306.168	-13,9	10,2	6,3	0,9
	Valore aggiunto mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	178.128	152.049	168.079	176.374	-14,6	10,5	4,9	-1,0
2-50 milioni	1.304.732	1.099.167	1.223.325	1.280.880	-15,8	11,3	4,7	-1,8
>50 milioni	19.675.732	17.082.262	18.975.391	19.428.028	-13,2	11,1	2,4	-1,3

* Per garantire risultati consistenti sono state eliminate da questa categoria le società neocostituite nell'anno 2008. Lo stesso vale per i settori del commercio e dei servizi.

Dati finanziari

Da una lettura intertemporale e congiunta delle voci di stato patrimoniale presentate in tabella 5 emerge chiaramente come il settore industriale sia stato interessato nel corso degli ultimi anni di crisi economica da forti tensioni di liquidità.

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

Il primo dato che emerge è la riduzione dell'ammontare di disponibilità liquide, che ha interessato soprattutto Milano; le industrie della provincia hanno visto ridursi di quasi il 16% la loro disponibilità di cassa, a un ritmo del 5,6% annuo. Dopo una parziale contrazione nel 2009, imputabile verosimilmente al rallentamento dell'attività produttiva, sia i crediti sia i debiti a breve termine sono saliti in quattro anni rispettivamente del 16,4% e 10,6% su Milano e dell'11,2% e 7,3% in Lombardia. Come auspicabile, l'incremento del rapporto tra crediti e debiti a breve termine (dal 77% del 2008 all'81,1% del 2009), dimostra che le voci dell'attivo sono cresciute a un ritmo maggiore rispetto alle passività. Se da un lato questo non dovrebbe destare preoccupazioni, è invece interessante sottolineare come l'aumento generalizzato delle voci di credito verso clienti e debiti verso fornitori, congiuntamente alla riduzione delle disponibilità di cassa immediate, potrebbe essere una conseguenza diretta di quella crisi di liquidità che sta bloccando il sistema imprenditoriale in una spirale involutiva tale per cui, non riuscendo a incassare i crediti dai clienti, le imprese aumentano di conseguenza l'esposizione verso i propri fornitori.

Si può dunque fare un passo ulteriore e verificare quale sia stato il ruolo giocato in questo contesto dagli istituti bancari che, attraverso i prestiti, dovrebbero essere i soggetti preposti all'iniezione di liquidità nel sistema produttivo.

I dati indicano che tra il 2008 e il 2011 vi è stata una progressiva riduzione dei debiti verso le banche di quasi 10 punti percentuali. Questo dato sembrerebbe avere le sue radici in parte nel minore ricorso a finanziamenti esterni da parte delle imprese, calo molto probabilmente correlato ai minori investimenti effettuati (i debiti finanziari complessivi dell'industria milanese si sono ridotti dell'1%), ma ancor di più in una stretta creditizia operata dal sistema bancario stesso a fronte del rallentamento della produttività e dei tassi di crescita del fatturato delle imprese⁸. È stato infatti dimostrato che in situazioni di crisi la probabilità di razionamento del credito bancario aumenta⁹ e che, se nei periodi precedenti la crisi tassi di crescita elevati agevolano l'accesso al credito, durante la crisi il razionamento avviene in modo più indiscriminato, come se il contesto economico instabile, indipendentemente dalle reali prospettive di crescita delle aziende, fosse di per sé sufficiente per le banche a chiudere il canale dell'erogazione creditizia.

Questa rinnovata difficoltà nell'accesso al finanziamento bancario è comprovata anche dal costo del debito, misurato come rapporto tra oneri e debiti finanziari che è tornato a salire: dal 7% del 2010 è risalito nel 2011 a quota 8,3% per le imprese milanesi; meno oneroso ma comunque in crescita anche per le imprese lombarde con un incremento dal 5,9% al 7%.

Un dato rassicurante viene invece dalla voce relativa al patrimonio netto che è cresciuto costantemente nel corso degli anni considerati a un tasso del 3,4% a Milano e del 2,2% in Lombardia, creando un solido argine alla crisi.

Questo è un dato da leggere in stretta correlazione con i nuovi requisiti patrimoniali bancari imposti da Basilea 3 che di riflesso si ripercuotono sulle scelte di finanziamento delle imprese: l'aumento del proprio capitale rimane infatti l'unica strada per le imprese italiane, tipicamente di piccole dimensioni

⁸ Questa è una conseguenza diretta dell'esigenza, per le banche, di adeguarsi ai nuovi requisiti patrimoniali imposti dalle regole di Basilea.

⁹ Si veda a tal proposito il rapporto G. Albareto, P. Finaldi Russo, «Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi», Banca d'Italia, luglio 2012.

e sottocapitalizzate rispetto a quelle degli altri Paesi europei, per non incorrere nell'altrimenti inevitabile stretta del credito bancario, in termini sia di quantità sia di aumento dei tassi di interesse, che in un momento di recessione come questo potrebbe addirittura tradursi in una minaccia alla sopravvivenza stessa delle aziende.

TABELLA 5 - Andamento delle principali variabili dello stato patrimoniale del settore industria

(anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano						
	Valori assoluti				2011/2008	
	2008	2009	2010	2011	Variazioni %	Tasso di crescita medio annuo*
Tot. disponibilità liquide	7.709	7.707	8.513	6.485	-15,9	-5,6
Tot. crediti a breve	54.372	53.344	57.837	63.288	16,4	5,2
<i>Di cui: crediti vs. clienti</i>	31.977	30.518	33.440	34.088	6,6	2,2
Tot. debiti a breve	70.602	68.326	74.564	78.070	10,6	3,4
<i>Di cui: debiti vs. fornitori</i>	22.302	20.589	24.375	25.085	12,5	4,0
Crediti a breve/debiti a breve	77,0%	78,1%	77,6%	81,1%		
Tot. debiti vs. banche	19.983	17.079	17.906	18.112	-9,4	-3,2
Debiti vs. banche/ debiti finanziari	76,4%	66,4%	69,4%	70,0%		
Costo del debito	14,9%	8,5%	7,0%	8,3%		
Patrimonio netto	53.664	55.105	56.131	59.366	10,6	3,4
Lombardia						
	Valori assoluti				2011/2008	
	2008	2009	2010	2011	Variazioni %	Tasso di crescita medio annuo
Tot. disponibilità liquide	14.595	15.503	16.635	14.247	-2,4	-0,8
Tot. crediti a breve	103.308	99.241	107.983	114.903	11,2	3,6
<i>Di cui: crediti vs. clienti</i>	59.187	54.752	60.400	61.674	4,2	1,4
Tot. debiti a breve	137.820	128.550	140.342	147.840	7,3	2,4
<i>Di cui: debiti vs. Fornitori</i>	43.265	38.435	45.128	45.352	4,8	1,6
Crediti a breve/debiti a breve	75,0%	77,2%	76,9%	77,7%		
Tot. debiti vs. banche	51.264	45.131	46.492	46.297	-9,7	-3,3
Debiti vs. banche/debiti finanziari	81,1%	74,5%	76,9%	77,3%		
Costo del debito	13,0%	7,5%	5,9%	7,0%		
Patrimonio netto	105.951	108.655	110.750	113.005	6,7	2,2

* Il tasso di crescita medio annuo misura la variazione media durante i 4 anni. È calcolato come media geometrica dei tassi di crescita annuali secondo la seguente formula: $[(V_{2011}/V_{2008})^{1/(2011-2008)}]-1$.

COMMERCIO

I dati della tabella 6 si riferiscono all'andamento delle voci di conto economico di 22.243 società di capitali attive in Lombardia nel settore del commercio (di cui 9.923 concentrate nella sola provincia di Milano¹⁰) e rispecchiano nelle loro variazioni

¹⁰ Va segnalato che la realtà delle società commerciali qui analizzata rappresenta solo una fetta minoritaria del comparto vero e proprio (più precisamente il 14,1% a Milano e l'11,4% in Lombardia). L'universo delle società commerciali è infatti costituito per lo più da società di persone e ditte individuali che sfuggono all'analisi qui proposta e a cui non possono dunque intendersi riferiti i risultati ottenuti.

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

l'andamento dell'economia degli ultimi quattro anni. Alla brusca inversione soprattutto di ricavi delle vendite ed EBITDA dell'anno 2009 (che hanno segnato rispettivamente un -5,8% e -5,6% a Milano e un -7,5% e -10,9% in Lombardia), ha fatto seguito una ripresa molto veloce nel 2010 che ha riportato i valori di queste voci sopra i livelli del 2008. Questo forte recupero ha però subito una netta battuta d'arresto l'anno seguente, come si può osservare dai tassi di variazione che nel 2011, se pur positivi, si sono fermati a livelli notevolmente inferiori rispetto a quelli dell'anno precedente. Sull'arco dei quattro anni la ripresa del 2010 ha più che compensato le perdite del 2009 e ha fatto sì che le imprese commerciali recuperassero già a fine 2011 i livelli pre-crisi sia in termini di fatturato (+6% a Milano e +5,5% in Lombardia) sia, soprattutto, di valore aggiunto ed EBITDA.

Meno ottimistici sono i dati relativi alle oscillazioni del numero di imprese in utile e in perdita presentati nei grafici 8 e 9 che lasciano intravedere per l'anno 2011 una nuova riduzione delle prime e un innalzamento delle seconde. Tra il 2010 e il 2011 il numero di imprese commerciali con bilancio in perdita è aumentato del 7,6% a Milano (da 3.001 a 3.230 imprese) e del 5,3% in Lombardia (da 6.681 a 7.038).

Tale incremento, se pur non paragonabile a quello avvenuto nel 2009, ha fatto sì che quasi un'impresa commerciale su tre, sia a Milano sia in Lombardia, chiudesse in perdita il suo bilancio a fine 2011. E le stime poco incoraggianti relative al 2012 inducono a pensare che tale proporzione sia purtroppo destinata ad aumentare.

TABELLA 6 - Andamento delle principali variabili del conto economico del settore commercio

(anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Valori assoluti				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	126.055	118.689	128.684	133.681	-5,8	8,4	3,9	6,0
Valore aggiunto	16.552	16.538	18.161	18.753	-0,1	9,8	3,3	13,3
EBITDA	5.476	5.171	6.307	6.439	-5,6	22,0	2,1	17,6
v.A./fatturato	13,1%	13,9%	14,1%	14,0%				

Lombardia								
	Valori assoluti				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	185.780	171.847	187.694	196.013	-7,5	9,2	4,4	5,5
Valore aggiunto	23.199	22.701	24.909	25.822	-2,1	9,7	3,7	11,3
EBITDA	8.253	7.354	8.849	9.059	-10,9	20,3	2,4	9,8
v.A./fatturato	12,5%	13,2%	13,3%	13,2%				

Focus dimensionale

Spostando il focus dell'analisi dall'andamento complessivo del settore alla performance mediana dell'impresa commerciale, la tabella 7 mostra come questa nel corso del periodo 2008-2011 si sia fermata a livelli di crescita inferiori rispetto a quelli fatti registrare dall'intero comparto, segno che la forte ripresa di quest'ultimo è stata trainata da un numero esiguo di aziende, mentre la maggioranza di esse si è assestata su tassi di variazione inferiori.

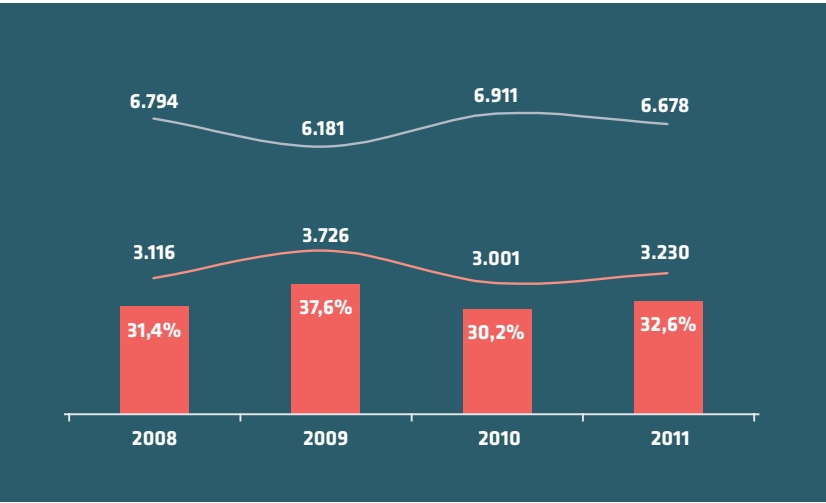


GRAFICO 8

Numero di imprese del settore commercio con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in provincia di Milano (anni 2008-2011 - valori assoluti e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ % imprese in perdita
— Utile
— Perdita

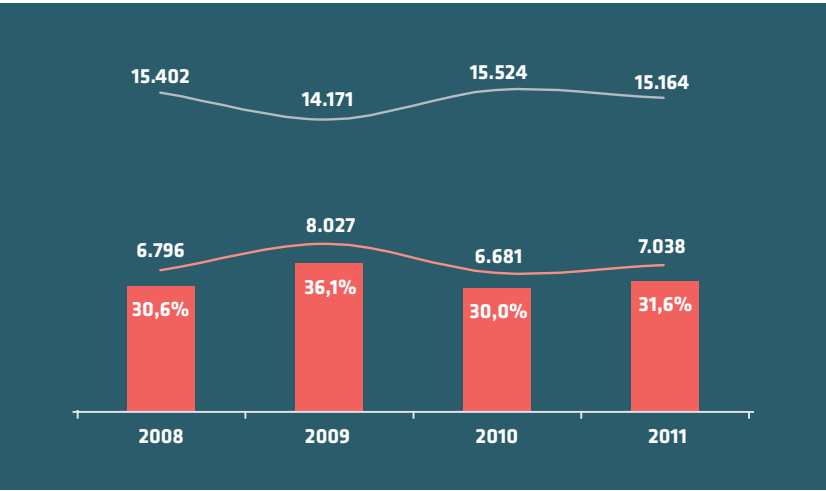


GRAFICO 9

Numero di imprese del settore commercio con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in Lombardia (anni 2008-2011 - valori assoluti e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ % imprese in perdita
— Utile
— Perdita

TABELLA 7 - Andamento del fatturato e del valore aggiunto mediani del settore commercio

(anni 2008-2011 - valori assoluti in euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Valori mediani				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	963.272	913.595	991.746	1.006.758	-5,2	8,6	1,5	4,5
Valore aggiunto	148.699	141.595	160.646	161.218	-4,8	13,5	0,4	8,4
Lombardia								
	Valori mediani				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	943.602	890.017	956.641	981.925	-5,7	7,5	2,6	4,1
Valore aggiunto	139.497	133.016	146.796	149.221	-4,6	10,4	1,7	7,0

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

Dalla tabella 8 si può vedere come a sostenere la dinamica del fatturato siano state soprattutto le grandi imprese¹¹ che hanno registrato tra il 2008 e il 2011 un tasso di variazione positivo del 1,3% a Milano e del 6% in Lombardia, a fronte di perdite del 2,6% e del 2,4% rispettivamente per microimprese e PMI milanesi e dello 0,7% e 2,3% nelle micro e PMI lombarde. E sono queste le categorie che rappresentano in termini numerici la stragrande maggioranza delle società di capitali attive in campo commerciale a Milano e in Lombardia: come si vede dai grafici 10 e 11, micro e PMI rappresentano insieme il 97% delle imprese milanesi e il 98% di quelle lombarde.

Di segno inverso sono invece i contributi delle imprese appartenenti alle tre classi di fatturato alla creazione del valore aggiunto di settore: in questo caso sono state infatti le grandi imprese a distruggere valore (-7,3% a Milano e -1,3% in Lombardia), mentre sono state soprattutto le microimprese (+2,7% a Milano e +1,9% in Lombardia) e PMI milanesi (+1,7%) a sostenere l'aggregato del valore aggiunto.

Questa divergenza potrebbe essere riconducibile alla diversa dinamica dei costi di produzione (intesi come costi per materie prime e servizi) che sempre dalla tabella

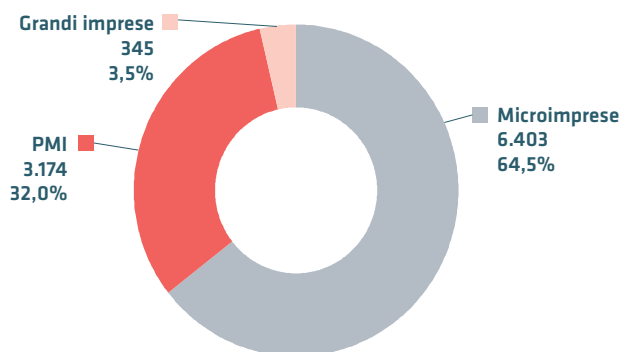


GRAFICO 10
Ripartizione imprese del settore commercio in provincia di Milano per classi dimensionali (anno 2011 – valori assoluti e valori percentuali)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

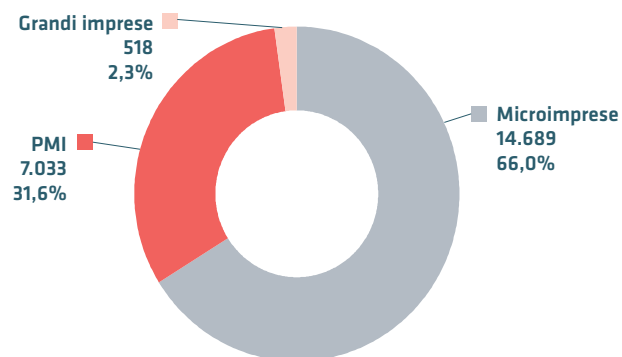


GRAFICO 11
Ripartizione imprese del settore commercio in Lombardia per classi dimensionali (anno 2011 – valori assoluti e valori percentuali)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

¹¹ Tra di esse figurano ai primi posti per fatturato le grandi società della distribuzione alimentare quali Esselunga, c.s., Auchan e SMA, a cui si aggiungono, solo per citarne alcune, società del calibro di BMW Italia, Metro Italia Cash and Carry e Ikea.

8 mostrano un trend decrescente per micro e PMI (rispettivamente -6,3% e -5,6% per le società milanesi e -4,6% per quelle lombarde) e in crescita o pressoché stabili per le grandi imprese. I fatturati di grandi dimensioni sarebbero quindi erosi in misura maggiore dai costi di produzione e questo andrebbe a intaccare il valore aggiunto realizzato dai colossi del commercio milanesi e lombardi.

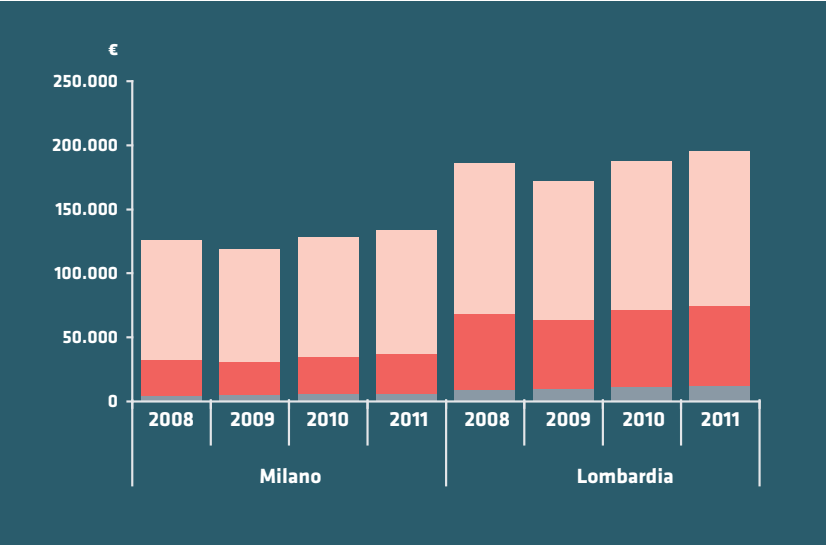


GRAFICO 12
Contributo delle micro, delle PMI e delle grandi imprese del settore commercio alla creazione del fatturato (anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

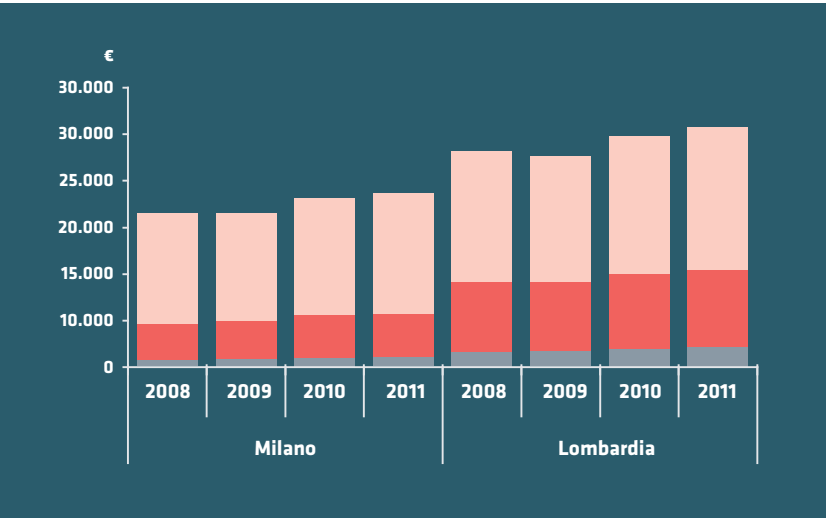


GRAFICO 13
Contributo delle micro, delle PMI e delle grandi imprese del settore commercio alla creazione del valore aggiunto (anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

TABELLA 8 - Andamento del fatturato, del valore aggiunto e del costo della produzione mediani del settore commercio per classi di fatturato (anni 2008-2011 – valori assoluti in euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Fatturato mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	448.994	419.100	440.196	437.149	-6,7	5,0	-0,7	-2,6
2-50 milioni	5.339.935	4.657.727	5.040.406	5.210.972	-12,8	8,2	3,4	-2,4
>50 milioni	109.649.371	93.941.139	105.667.766	111.056.338	-14,3	12,5	5,1	1,3
	Valore aggiunto mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	68.003	64.376	67.904	69.862	-5,3	5,5	2,9	2,7
2-50 milioni	698.367	630.663	675.634	710.316	-9,7	7,1	5,1	1,7
>50 milioni	12.998.068	12.242.811	12.126.345	12.053.769	-5,8	-1,0	-0,6	-7,3
	Costo della produzione mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	327.004	291.826	308.849	306.479	-10,8	5,8	-0,8	-6,3
2-50 milioni	4.538.310	3.765.058	4.119.990	4.285.870	-17,0	9,4	4,0	-5,6
>50 milioni	94.234.000	74.822.006	91.272.310	96.781.058	-20,6	22,0	6,0	2,7
Lombardia								
	Fatturato mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	463.942	435.136	458.249	460.909	-6,2	5,3	0,6	-0,7
2-50 milioni	4.944.276	4.314.861	4.682.540	4.830.912	-12,7	8,5	3,2	-2,3
>50 milioni	96.120.550	82.978.731	93.551.932	101.855.858	-13,7	12,7	8,9	6,0
	Valore aggiunto mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	68.606	63.492	68.906	69.941	-7,5	8,5	1,5	1,9
2-50 milioni	628.826	566.653	612.877	626.251	-9,9	8,2	2,2	-0,4
>50 milioni	9.493.676	8.573.462	9.520.591	9.374.227	-9,7	11,0	-1,5	-1,3
	Costo della produzione mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	349.706	318.921	331.758	333.501	-8,8	4,0	0,5	-4,6
2-50 milioni	4.186.211	3.501.663	3.867.843	3.993.958	-16,4	10,5	3,3	-4,6
>50 milioni	86.577.194	70.216.095	79.667.285	86.171.586	-18,9	13,5	8,2	-0,5

Dati finanziari

Da una breve lettura delle principali variabili contenute nello stato patrimoniale aggregato del settore del commercio non emergono particolari criticità per la funzionalità del comparto, il cui equilibrio finanziario non sembra aver risentito particolarmente delle recenti tensioni.

Il rapporto tra crediti e debiti a breve (qui inteso come capacità del settore di far fronte alle scadenze immediate con risorse liquide o facilmente realizzabili) ha subito un calo nel 2009 (dal 74% al 73,2% a Milano), subito recuperato nel 2010 (76,2%) ed è poi nuovamente sceso a quota 74,7% nel 2011, valore che non dovrebbe comunque destare particolari preoccupazioni.

Per quanto riguarda l'esposizione debitoria delle imprese commerciali nei confronti del sistema bancario si può notare una riduzione quadriennale del 2,7%; nonostante ciò le banche si dimostrano comunque la fonte di finanziamento privilegiata per

questo settore, come dimostra l'aumento della quota dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari (dal 64,4% del 2008 al 69,4% nel 2011 per Milano). Una nota di commento merita il costo del debito che, sceso progressivamente tra 2008 e 2010, è tornato a salire nel 2011 (dal 6,4% al 7,4% a Milano e dal 6,3% al 7,1% in Lombardia). Dal punto di vista della solidità patrimoniale le imprese commerciali hanno aumentato il proprio patrimonio netto al ritmo del 4,1% annuo. Analogamente a quanto già riscontrato per le imprese industriali questo dato potrebbe riflettere un cambiamento nella strategia di finanziamento delle imprese che, temendo di non possedere una posizione patrimoniale abbastanza solida per sopravvivere a una nuova flessione economica, si sono ricapitalizzate, aumentando altresì l'appetibilità nei confronti delle banche per la concessione di prestiti.

TABELLA 9 - Andamento delle principali variabili dello stato patrimoniale del settore commercio

(anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano						
	Valori assoluti				2011/2008	
	2008	2009	2010	2011	Variazioni %	Tasso di crescita medio annuo
Tot. disponibilità liquide	3.540	4.107	4.289	4.381	23,8	7,4
Tot. crediti a breve	35.198	34.251	36.824	37.206	5,7	1,9
<i>Di cui: crediti vs. clienti</i>	18.708	18.133	19.415	19.777	5,7	1,9
Tot. debiti a breve	47.537	46.775	48.345	49.790	4,7	1,6
<i>Di cui: debiti vs. fornitori</i>	18.114	17.521	18.517	17.632	-2,7	-0,9
Crediti a breve/debiti a breve	74,0%	73,2%	76,2%	74,7%		
Tot. debiti vs. banche	9,171	8.832	9.679	8.963	-2,3	-0,8
Debiti vs. banche/debiti finanziari	64,4%	63,7%	68,2%	69,4%		
Costo del debito	10,5%	7,4%	6,4%	7,4%		
Patrimonio netto	24.746	25.434	26.591	27.945	12,9	4,1
Lombardia						
	Valori assoluti				2011/2008	
	2008	2009	2010	2011	Variazioni %	Tasso di crescita medio annuo
Tot. disponibilità liquide	5.582	6.333	6.599	6.697	20,0	6,3
Tot. crediti a breve	50.507	49.186	53.048	54.403	7,7	2,5
<i>Di cui: crediti vs. clienti</i>	27.474	26.112	28.172	28.807	4,9	1,6
Tot. debiti a breve	69.770	67.853	70.680	73.756	5,7	1,9
<i>Di cui: debiti vs. fornitori</i>	25.224	24.134	25.625	24.844	-1,5	-0,5
Crediti a breve/debiti a breve	72,4%	72,5%	75,1%	73,8%		
Tot. debiti vs. banche	15.764	14.592	15.696	15.343	-2,7	-0,9
Debiti vs. banche/debiti finanziari	71,5%	69,3%	73,3%	73,1%		
Costo del debito	10,4%	7,4%	6,3%	7,1%		
Patrimonio netto	34.794	35.783	37.550	39.249	12,8	4,1

SERVIZI

Il quadro che emerge dai dati in tabella 10 mostra un settore che ha risentito pesantemente della crisi e non ha ancora recuperato, a fine 2011, i livelli pre-crisi dei principali aggregati economici di bilancio.

Sia fatturato sia valore aggiunto ed EBITDA mostrano un trend simile nel corso dei quattro anni considerati: alla prima frenata del 2009 ha fatto seguito una timida ripresa nel 2010 che non è stata però sufficiente a riportare i ricavi, il valore aggiunto e i margini operativi ai livelli del 2008. Il 2011 ha poi fatto segnare un secondo brusco arresto che, soprattutto per l'EBITDA, si è tradotto in un calo di ben due volte superiore a quello già registrato nel 2009 (-7,4% a Milano e -6,7% in Lombardia).

Il bilancio di questi quattro anni altalenanti mostra un saldo negativo per tutti gli indicatori di sviluppo: -0,4% e -0,7% il fatturato delle società di servizi milanesi e lombarde rispetto ai valori pre-crisi; -0,6% e -0,8% il loro valore aggiunto e -6,6% e -6,9% la perdita di margine operativo, segno della difficoltà di recupero soprattutto in termini di redditività lorda. Pur non disponendo dei dati di bilancio relativi al 2012, il dato riportato nel capitolo sull'analisi congiunturale, mostra una variazione negativa del valore aggiunto dei servizi a Milano per il 2012, segno che evidentemente le difficoltà di ripresa per questo settore si sono protratte ulteriormente.

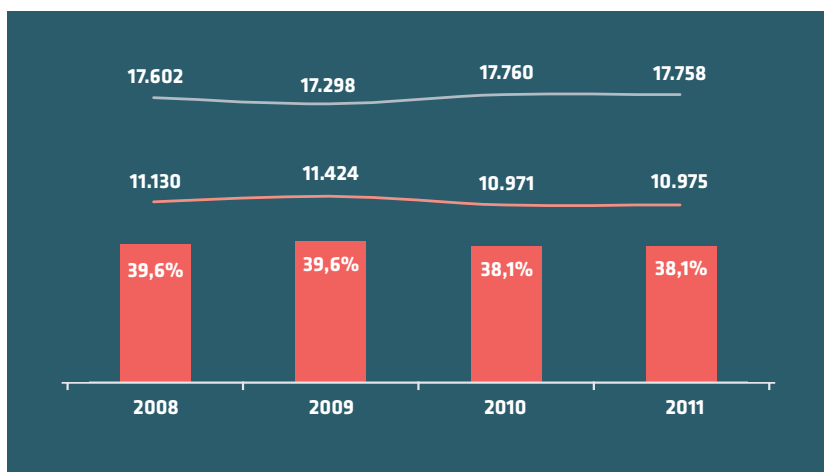
Dai grafici 15 e 16 è possibile vedere come, nonostante il numero di imprese dei servizi con bilanci in utile e in perdita si sia mantenuto in sostanziale equilibrio nell'arco dei quattro anni, la percentuale di imprese che hanno chiuso l'esercizio con delle perdite contabili è in realtà molto alta e sfiora costantemente, se non addirittura supera, il 40% del totale.

TABELLA 10 - Andamento delle principali variabili del conto economico del settore servizi

(anni 2008-2011- valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

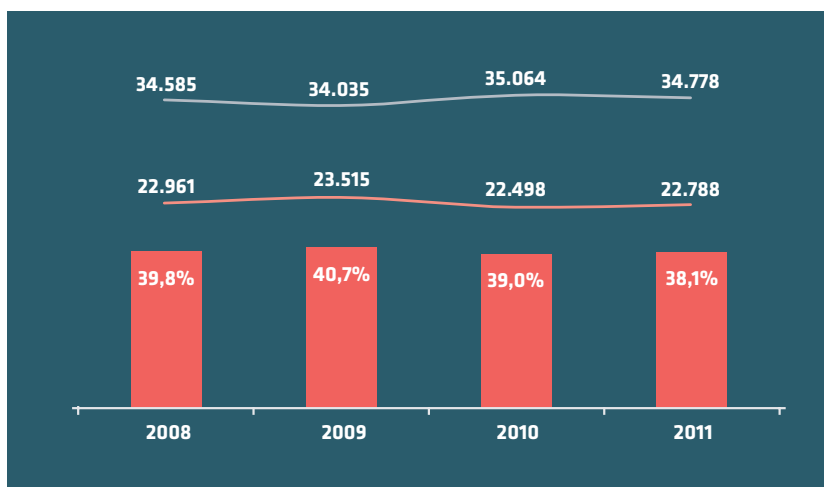
Milano								
	Valori assoluti				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	107.055	101.203	105.769	106.578	-5,5	4,5	0,8	-0,4
Valore aggiunto	40.286	39.017	40.765	40.036	-3,1	4,5	-1,8	-0,6
EBITDA	19.502	18.956	19.655	18.208	-2,8	3,7	-7,4	-6,6
V.A./fatturato	37,6%	38,6%	38,5%	37,6%				
Lombardia								
	Valori assoluti				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	126.421	118.917	124.544	125.489	-5,9	4,7	0,8	-0,7
Valore aggiunto	46.712	45.027	47.037	46.357	-3,6	4,5	-1,4	-0,8
EBITDA	22.369	21.542	22.328	20.832	-3,7	3,6	-6,7	-6,9
V.A./fatturato	36,9%	37,9%	37,8%	36,9%				

**GRAFICO 14**

Numero di imprese del settore servizi con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in provincia di Milano (anni 2008-2011 – valori assoluti e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ % imprese in perdita
■ Utile
■ Perdita

**GRAFICO 15**

Numero di imprese del settore servizi con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in Lombardia (anni 2008-2011 – valori assoluti e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ % imprese in perdita
■ Utile
■ Perdita

Focus dimensionale

Se da un lato i valori fin qui esaminati dipingono un settore fortemente indebolito dalla crisi, dalla tabella 11 si può osservare come l'impresa mediana dei servizi, che è nello specifico una micro-impresa di dimensioni leggermente superiori a Milano, ma che in Lombardia fattura meno di 150.000 euro l'anno, abbia avuto un rendimento in controtendenza rispetto a quello totale di settore.

Il fatturato soprattutto ha registrato un trend di crescita, anche se in progressivo rallentamento da un anno all'altro: il +7,3% milanese e il +6,4% lombardo del 2009 (in larga parte trainato dall'ingresso di 3.458 nuove società di capitali costitutesi nel settore dei servizi nel 2008, di cui 1.782 solo a Milano¹²), è sceso nel 2010 al

¹² Si tratta soprattutto di società immobiliari che tra le nuove costituite nel 2008 rappresentano il 40,6% del totale in Lombardia e il 32,8% a Milano, seguite da attività di direzione aziendale e consulenza gestionale (rispettivamente il 12,2% e 15,9%) e da attività dei servizi di ristorazione (7,7% sia a Milano sia in Lombardia).

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

2,3% per Milano e al 4,3% per la Lombardia, per poi fermarsi definitivamente a Milano (0,3%) e addirittura far registrare un segno meno in Lombardia (-1,3%). Più contenuta la dinamica del valore aggiunto che si è mantenuto durante i quattro anni pressoché costante per l'impresa mediana lombarda (0,9%) e ha invece segnato un +4,9% a Milano.

TABELLA 11 - Andamento del fatturato e del valore aggiunto mediани del settore servizi
(anni 2008-2011 – valori assoluti in euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Valori mediани				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	162.724	174.647	178.750	179.346	7,3	2,3	0,3	10,2
Valore aggiunto	51.999	52.620	53.607	54.550	1,2	1,9	1,8	4,9

Lombardia								
	Valori mediани				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
Fatturato	130.553	138.859	144.800	142.881	6,4	4,3	-1,3	9,4
Valore aggiunto	45.542	45.396	45.364	45.968	-0,3	-0,1	1,3	0,9

I grafici 16 e 17 mostrano l'estrema polarizzazione del settore dei servizi, costituito da una miriade di microimprese (l'89% del totale a Milano e quasi il 92% in Lombardia) e da pochissime grandi imprese, 218 in tutta la Lombardia, concentrate quasi unicamente nel capoluogo milanese, che creano però i tre quarti della ricchezza complessiva del settore e pesano comunque per circa il 70% del fatturato e del valore aggiunto (vedi grafici 18 e 19). Inoltre dai grafici 18 e 19 si evince che sono state le imprese di piccolissima dimensione ad aumentare la loro quota relativa di fatturato e valore aggiunto, a discapito non solo dei grandi colossi dei servizi, ma anche delle PMI attive in questo settore. Lo stesso si può vedere numericamente dai dati presentati in tabella 12.

Se la micro-impresa tipo è stata l'unica categoria di impresa a registrare variazioni di fatturato positive (+2,7% a Milano e +2,9% in Lombardia), pur perdendo in termini di valore aggiunto (rispettivamente -0,9% e -4,2%), le imprese

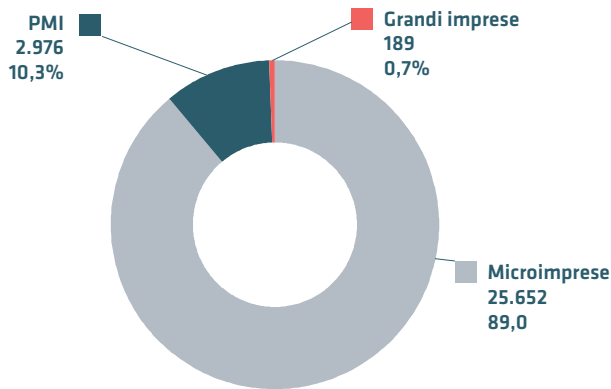


GRAFICO 16
Ripartizione delle imprese del settore servizi in provincia di Milano per classi dimensionali
(anno 2011 – valori assoluti e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

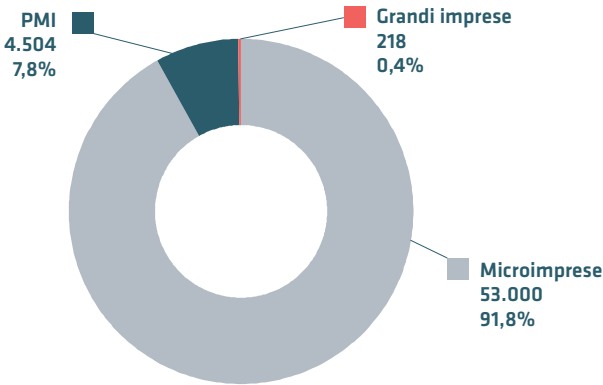


GRAFICO 17
Ripartizione delle imprese del settore servizi in Lombardia per classi dimensionali (anno 2011 – valori assoluti e valori percentuali)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

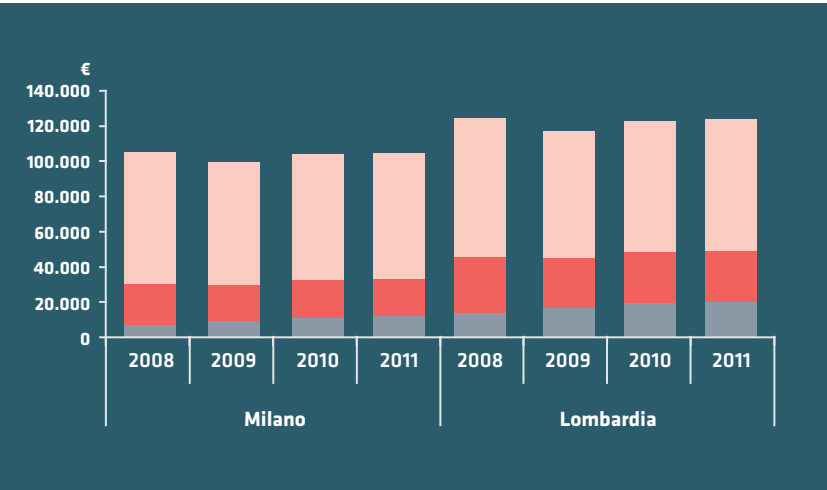


GRAFICO 18
Contributo delle micro, delle PMI e delle grandi imprese del settore servizi alla creazione del fatturato (anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

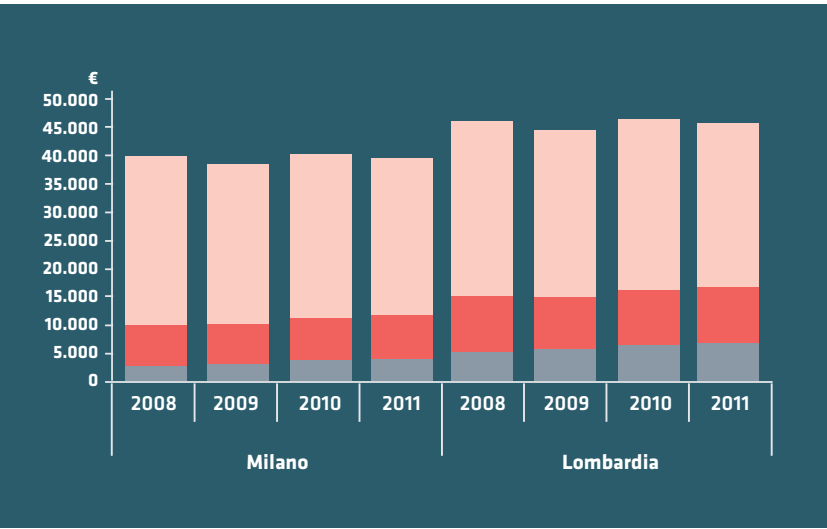


GRAFICO 19
Contributo delle micro, delle PMI e delle grandi imprese del settore servizi alla creazione del valore aggiunto (anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

rappresentative delle categorie delle PMI e delle grandi società hanno subito perdite ingenti sia in termini di fatturato sia di valore aggiunto. È soprattutto la classe delle PMI la più colpita, con una perdita di oltre 10 punti percentuali sia nei ricavi sia nel valore aggiunto a Milano (più precisamente -10,7% e -10,8%), calo che raggiunge addirittura quota -17,5% e -14,9% per i valori lombardi.

TABELLA 12 - Andamento del fatturato e del valore aggiunto mediani del settore servizi per classi di fatturato

(anni 2008-2011 – valori assoluti in euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano								
	Fatturato mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	133.553	135.816	139.593	137.109	1,7	2,8	-1,8	2,7
2-50 milioni	4.277.984	3.807.675	3.812.569	3.819.316	-11,0	0,1	0,2	-10,7
>50 milioni	110.525.471	100.175.709	108.289.109	105.116.236	-9,4	8,1	-2,9	-4,9
	Valore aggiunto mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	43.442	42.542	42.458	43.036	-2,1	-0,2	1,4	-0,9
2-50 milioni	1.274.340	1.128.780	1.116.888	1.136.988	-11,4	-1,1	1,8	-10,8
>50 milioni	30.796.586	30.042.378	31.362.288	29.099.721	-2,4	4,4	-7,2	-5,5
Lombardia								
	Fatturato mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	115.619	116.610	120.233	118.925	0,9	3,1	-1,1	2,9
2-50 milioni	4.048.382	3.495.431	3.414.356	3.338.425	-13,7	-2,3	-2,2	-17,5
>50 milioni	101.541.639	88.682.892	93.629.650	87.067.645	-12,7	5,6	-7,0	-14,3
	Valore aggiunto mediano				Variazioni %			
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2008
<2 milioni	41.208	39.569	39.217	39.461	-4,0	-0,9	0,6	-4,2
2-50 milioni	1.129.210	963.177	972.576	960.641	-14,7	1,0	-1,2	-14,9
>50 milioni	29.024.979	26.504.980	28.034.314	26.354.732	-8,7	5,8	-6,0	-9,2

Dati finanziari

La tabella 13 mostra i principali cambiamenti avvenuti tra il 2008 e il 2011 in ambito finanziario e patrimoniale nel settore dei servizi.

Innanzitutto è possibile riscontrare una forte riduzione di liquidità soprattutto durante il 2011, che ha fatto scendere la disponibilità di cassa delle imprese dei servizi dell'8% a Milano e del 9% in Lombardia rispetto ai valori del 2008.

Questo non sembra comunque aver avuto delle ripercussioni sulla capacità delle società di servizi di far fronte agli impegni di breve periodo; come si può vedere, infatti, i debiti di breve termine si sono ridotti (-1,7%), soprattutto nella componente di debiti verso i fornitori (-3,5%). Peraltro, la struttura debitoria e creditizia del segmento ha acquisito maggiore solidità anche grazie all'aumento della voce di crediti a breve che, rapportata alle passività di breve termine, è passata dal 59,8% del 2008 al 66,5% del 2011 a Milano e dal 57% al 62,2% in Lombardia. Si è invece ridotta del 2,4% l'esposizione debitoria nei confronti del sistema bancario. Cercando di indagare più in profondità le ragioni di questa diminuzione si è rilevato che la totalità dei debiti finanziari (inclusivi di obbligazioni, obbligazioni convertibili,

finanziamenti dai soci e da altri finanziatori) è invece aumentata, indicando verosimilmente una maggiore differenziazione tra le fonti di finanziamento. Dunque alla base di questa decrescita non ci sarebbe tanto la riduzione della domanda di finanziamenti da parte delle imprese (che anzi è aumentata e si è rivolta ad altri canali), quanto piuttosto l'aumentata probabilità di razionamento del credito bancario in situazione di crisi¹³. Per quanto riguarda il valore del patrimonio netto aggregato, il settore dei servizi sembrava aver intrapreso tra il 2008 e il 2010 la strada della ricapitalizzazione, dalla quale si è però allontanato nel 2011 con una netta inversione di tendenza. Se le società lombarde, complessivamente, mantengono quasi inalterato il livello di capitale (+1,2%), le imprese milanesi contabilizzano a fine 2011 l'1,5% di capitale in meno rispetto al 2008.

TABELLA 13 - Andamento delle principali variabili dello stato patrimoniale del settore servizi

(anni 2008-2011 – valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano						
	Valori assoluti				2011/2008	
	2008	2009	2010	2011	Variazioni %	Tasso di crescita medio annuo
Tot. disponibilità liquide	12.075	13.504	12.314	11.112	-8,0	-2,7
Tot. crediti a breve	55.860	60.614	60.108	61.108	9,4	3,0
<i>Di cui: crediti vs. clienti</i>	<i>23.170</i>	<i>21.777</i>	<i>22.856</i>	<i>23.115</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,1</i>
Tot. debiti a breve	93.489	101.576	95.826	91.906	-1,7	-0,6
<i>Di cui: debiti vs. fornitori</i>	<i>18.154</i>	<i>17.193</i>	<i>17.529</i>	<i>17.512</i>	<i>-3,5</i>	<i>-1,2</i>
Crediti a breve/debiti a breve	59,8%	59,7%	62,7%	66,5%		
Tot. debiti vs. banche	35.703	33.281	31.342	34.840	-2,4	-0,8
Totale debiti finanziari	66.843	75.335	75.720	80.948		
Debiti vs. banche/ Debiti finanziari	53,4%	44,2%	41,4%	43,0%		
Patrimonio netto	130.015	135.102	138.774	128.003	-1,5	-0,5
Lombardia						
	Valori assoluti				2011/2008	
	2008	2009	2010	2011	Variazioni %	Tasso di crescita medio annuo
Tot. disponibilità liquide	15.390	16.626	15.243	14.009	-9,0	-3,1
Tot. crediti a breve	65.402	69.883	69.753	71.092	8,7	2,8
<i>Di cui: crediti vs. clienti</i>	<i>25.046</i>	<i>23.420</i>	<i>24.430</i>	<i>24.833</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,3</i>
Tot. debiti a breve	114.705	123.323	117.699	114.210	-0,4	-0,1
<i>Di cui: debiti vs. fornitori</i>	<i>19.813</i>	<i>18.629</i>	<i>18.919</i>	<i>19.088</i>	<i>-3,7</i>	<i>-1,2</i>
Crediti a breve/debiti a breve	57,0%	56,7%	59,3%	62,2%		
Tot. debiti vs. banche	40.578	37.840	35.796	38.620	-4,8	-1,6
Totale debiti finanziari	74.106	81.720	81.995	86.526		
Debiti vs. banche/ Debiti finanziari	54,8%	46,3%	43,7%	44,6%		
Patrimonio netto	158.321	164.555	169.644	160.265	1,2	0,4

¹³ G. Albareto, P. Finaldi Russo, «Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi», Banca d'Italia, luglio 2012.

RAFFRONTO INTER-SETTORIALE

L'intento di questo breve paragrafo è quello di provare a dare una visione d'insieme dell'andamento relativo delle società di capitali milanesi e lombarde operanti nei tre comparti produttivi finora analizzati separatamente.

L'evidenza principale che emerge è la performance relativamente peggiore del settore dei servizi, che pure, come visto all'inizio in tabella 1, è la componente primaria sia in termini numerici sia di valore aggiunto dell'insieme di società qui analizzate. La dinamica negativa di fatturato e valore aggiunto del terziario milanese e lombardo è attribuibile presumibilmente a un mancato effetto estero su questo comparto che per definizione si rivolge quasi unicamente al mercato locale interno. Se da un lato l'industria e il commercio hanno in parte potuto compensare con le esportazioni le perdite correlate alla contrazione della domanda e dei consumi di questa fase recessiva dell'economia italiana, dall'altro per i servizi non è stato possibile beneficiare della tenuta dell'export, che in questi anni di crisi si è dimostrato l'unica nota positiva per il sistema produttivo italiano.

Peraltro i servizi presentano da questo punto di vista un ulteriore svantaggio relativo, insito nella natura stessa del settore per cui in una fase di contrazione dell'economia e dei redditi sia le famiglie sia le imprese vanno a ridurre la domanda e i consumi proprio nella loro componente di servizi.

È forse in parte riconducibile a questi motivi l'elevato numero di imprese terziarie con risultato netto negativo, che fa del terziario il settore con la più alta percentuale di imprese in perdita (nel 2011 sono in Lombardia il 39,5% del totale, in confronto al 31,6% del settore del commercio e al 30,4% dell'industria).

Risultati economici a parte, i servizi sono un settore in buone condizioni dal punto di vista finanziario e patrimoniale, se non addirittura migliore rispetto al commercio e all'industria. Come si può vedere dalla tabella 14 risulta infatti essere il settore meglio capitalizzato: il rapporto tra patrimonio netto e totale attivo, volto a misurare appunto il livello di capitalizzazione, si mantiene costantemente, nel corso dei quattro anni considerati, intorno al 39%, di alcuni punti percentuali sopra l'analogo valore di industria (35% nel 2011 a Milano) e soprattutto commercio (30,8%). Questo a discapito del fatto che il settore del commercio abbia accresciuto nell'arco dei quattro anni il proprio patrimonio netto in termini assoluti, incremento che evidentemente è andato a controbilanciare un concomitante aumento delle attività.

Anche per quanto riguarda il grado di indebitamento, il settore terziario ha presentato complessivamente sui quattro anni i livelli più bassi soprattutto rispetto a quelli fatti registrare dal commercio. Con un rapporto tra debiti e attivo totali del 63,6% a Milano e del 65,2% in Lombardia nel 2011, l'indebitamento delle società commerciali è infatti di oltre cinque punti percentuali superiore ai valori analoghi di industrie e società di servizi.

Focalizzandosi invece sulla variazione dell'indice tra 2010 e 2011 soprattutto delle aziende milanesi, si denota una riduzione dei debiti del comparto commerciale (da 64,7% a 63,6%) e industriale (dal 58,1% al 57,7%) e un incremento della posizione debitoria delle società di servizi (da 56,1% a 58,3%).

TABELLA 14 - Tassi di indebitamento e di capitalizzazione a confronto nei tre settori

(anni 2008-2011 – valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Milano				
Livello di indebitamento:	2008	2009	2010	2011
Industria	58,4	57,0	58,1	57,7
Commercio	65,0	64,5	64,7	63,6
Servizi	57,6	57,2	56,1	58,3
Lombardia				
Livello di indebitamento:	2008	2009	2010	2011
Industria	58,9	57,3	58,3	58,6
Commercio	66,3	65,6	65,7	65,2
Servizi	57,5	57,1	56,1	57,8
Livello di capitalizzazione:	2008	2009	2010	2011
Industria	34,4	35,6	34,4	35,0
Commercio	29,2	29,8	29,8	30,8
Servizi	38,6	39,3	40,2	38,1
Livello di indebitamento:	2008	2009	2010	2011
Industria	34,4	35,8	34,8	34,3
Commercio	28,4	29,1	29,1	29,6
Servizi	38,8	39,4	40,2	38,7

RILIEVI CONCLUSIVI

Volendo cercare di trarre una sintesi dai risultati fin qui presentati si può notare come il tessuto imprenditoriale milanese e lombardo, nella sua componente di società di capitali, stia cercando, a fatica, di resistere alla pesante recessione che si è abbattuta sul sistema economico nel 2009.

Alcuni dati relativi al 2011 quali il rallentamento dei tassi di crescita dei principali aggregati economici e il nuovo aumento generalizzato del numero di imprese con perdite contabili, possono essere interpretati come segnali che rendono poco rosee le prospettive per i dati di bilancio 2012. Unica nota positiva che emerge dall'analisi è la tendenza alla ricapitalizzazione che ha interessato in modo particolare le imprese del settore industriale e commerciale, verosimilmente sulla scia dei nuovi requisiti di capitale imposti da Basilea. Questo è un elemento che potrebbe aver contribuito ad aumentare la solidità delle nostre imprese, tipicamente poco capitalizzate, e a renderle più immuni agli effetti di nuove ondate recessive. Per quanto riguarda il settore industriale, va segnalato che a risentire maggiormente della crisi sono state soprattutto le imprese di piccole e piccolissime dimensioni, che in un contesto produttivo come quello italiano costituiscono peraltro la maggioranza numerica delle realtà imprenditoriali. Le industrie attive nel contesto milanese hanno fatto registrare una performance relativamente migliore di quelle lombarde, forse in relazione al loro minore grado di integrazione verticale che deriva da una commistione più intensa tra realtà industriale e attività terziarie, tipica del contesto urbano. Per le imprese industriali milanesi, la facilità relativa nell'esternalizzazione di servizi quali distribuzione,

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

contabilità, pubblicità, attività legali, reperimento delle materie prime, e l'accesso alla rete di conoscenza dei servizi avanzati urbani, trasformabile in innovazioni di prodotto e di processo in grado di aumentare la produttività, potrebbe aver funzionato da volano per favorirne una ripresa più veloce.

Il settore del commercio presenta delle evidenze contrastanti: se da un lato si rivela il settore che tra questi meglio ha saputo recuperare i livelli di marginalità pre-crisi, dall'altro è anche quello con i maggiori disequilibri in termini di indebitamento e capitalizzazione se paragonato al settore industriale e terziario.

Al contrario quello dei servizi si è dimostrato il settore con i risultati economici peggiori a fronte però di una struttura finanziaria più stabile. Dall'analisi dimensionale è emerso invece come, a differenza dell'industria, a trainarne verso il basso i valori di conto economico siano state le poche imprese di grandi dimensioni attive in questo comparto che, se pure esigue in termini numerici, apportano il contributo maggiore al fatturato e al valore aggiunto di settore.

Guido Corbetta, professore di Strategia delle aziende familiari (Cattedra AldAF-Alberto Falck) presso l'università Bocconi
Alessandro Minichilli, assistant professor (Cattedra AldAF-Alberto Falck) presso l'Università Bocconi
Fabio Quarato, professore di Corporate strategy presso l'Università Bocconi
Mirko Hoz, collaboratore Cattedra AldAF-Alberto Falck, Università Bocconi

Il ruolo del private equity: gli effetti sulle aziende italiane e milanesi

Il presente rapporto¹ si pone l'obiettivo di comprendere lo stato dell'arte delle operazioni di private equity avvenute nel corso dell'ultimo decennio, con particolare attenzione alle analogie e differenze tra le operazioni avvenute nella provincia di Milano e quelle riguardanti il resto d'Italia². L'attenzione rivolta al tessuto imprenditoriale milanese trova giustificazione nella grande rilevanza e nella maggiore attenzione prestata dagli operatori di private equity per le aziende operanti in questo territorio.

Dopo una prima descrizione delle caratteristiche e della differente natura dei *deals* avvenuti nel nostro Paese, l'intento del rapporto sarà quello di studiare i cambiamenti e gli effetti di tali operazioni – sia in termini di best practices nella struttura di governance sia in termini di performance – sulle aziende oggetto d'investimento. Il focus sull'azienda oggetto di investimento (target) rende

Note

¹ Il rapporto è redatto in collaborazione con l'Osservatorio AUB, promosso da AldAF- Associazione italiana delle aziende familiari, dal gruppo Unicredit, dalla Cattedra AldAF-Alberto Falck di Strategia delle aziende familiari dell'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano, che nasce nel 2008 con l'obiettivo di monitorare le strutture, le dinamiche e le performance di tutte le aziende a controllo familiare italiane (da qui in avanti per semplicità «aziende familiari») con ricavi superiori ai 50 milioni di euro.

² Con il termine «private equity» si intende l'insieme degli investimenti effettuati da operatori specializzati nel capitale sociale delle aziende, al fine di sostenerne la crescita con l'apporto di disponibilità finanziarie o conoscenze specifiche. In questa sede si fa riferimento alla definizione dell'evCA, la European venture capital association: «private equity provides equity capital to enterprises not listed on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues – a succession in family-owned companies, or the buy-out or buy-in of a business by experienced managers may be achieved using private equity funding».

questa ricerca differente rispetto alle precedenti in letteratura, solitamente incentrate sull'analisi delle performance ottenute dai fondi d'investimento, trascurando gli effetti di tali operazioni sulle aziende target in termini di crescita, redditività e strutture di governo.

UNA OVERVIEW GENERALE³

Le operazioni di investimento nel capitale delle aziende sono da sempre oggetto di studio e dibattito sia da parte di imprenditori sia di policy makers, per motivi che spaziano da aspetti di regolamentazione del mercato, fiscali, di incentivazione alla crescita tramite l'apertura del capitale, fino ad arrivare a veri e propri aspetti culturali, quali la resistenza da parte di alcuni imprenditori a comprenderne e valutarne caratteristiche e benefici.

A onor del vero, occorre anche premettere che i tipi di investimento sono tali e tanti da giustificare alcune rilevanti precisazioni su quello che sarà l'oggetto specifico di questo rapporto. L'investimento di un private equity può avvenire, infatti, in stadi differenti del ciclo di vita di un'azienda e in base a tale fase assume una denominazione specifica. In particolare, gli interventi realizzati nelle primissime fasi di vita dell'azienda⁴ sono solitamente classificati come operazioni di venture capital. In questo rapporto, invece, l'attenzione verrà posta esclusivamente sulle quattro tipologie d'intervento tipiche di un private equity: *buyout*, *expansion*, *replacement* e *turnaround*⁵. Dai dati dell'Osservatorio AUB (AldAF, Unicredit, Bocconi e Camera di Commercio di Milano) risultano 1.030 operazioni di private equity avvenute tra il 2000 e il 2011⁶, per un ammontare complessivo del capitale investito pari a circa 20,5 miliardi di euro, distribuiti tra 784 aziende italiane⁷. Il numero complessivo dei *deals* e l'ammontare del capitale investito per ciascuno degli anni analizzati è osservabile nella tabella 1.

³ Il database è stato realizzato a partire dai dati del Private equity monitor (PEM) dell'Università LIUC e poi integrato e aggiornato dai ricercatori della Cattedra AldAF. I dati presenti nel database provengono per circa l'80% dal PEM e il restante 20% dall'Osservatorio AUB. Si è così giunti a raccogliere informazioni sulla quasi totalità dei *deals* avvenuti in Italia tra il 2000 e il 2011. Inoltre, per 861 aziende target, sono stati raccolti da parte dell'Osservatorio AUB dati di proprietà, governance e performance. Per le informazioni sulla proprietà e sugli organi sociali di queste aziende sono state utilizzate le visure camerali storiche fornite dalla Camera di Commercio di Milano, mentre per i dati finanziari è stata utilizzata la banca dati AIDA (Analisi informatizzata delle aziende italiane) della Bureau Van Dijk.

⁴ *Seed financing*, *start-up financing* e *first stage financing*.

⁵ Il termine *replacement* indica l'ingresso di un fondo di investimento che, senza modifiche nel capitale sociale, acquista azioni o quote societarie per sostituire una parte dell'azionariato. Differisce, pertanto, dalle operazioni di *buyout* che implicano un cambio di proprietà attraverso la cessione del pacchetto di controllo. Al contrario, *expansion* e *turnaround* identificano due operazioni volte al sostenimento delle aziende target: la prima attraverso un supporto finanziario per la crescita, laddove né l'aumento dell'indebitamento né la quotazione azionaria sono vie praticabili; la seconda si manifesta, invece, nelle fasi di difficoltà e di crisi aziendale.

⁶ Il database contiene informazioni sulla quasi totalità dei *deals* avvenuti in Italia tra il 2000 e il 2011. Inoltre, per 861 aziende target sono stati raccolti dati di performance, di proprietà e di governance.

⁷ La medesima azienda target può esser stata oggetto di più di un *deal* nel periodo considerato.

TABELLA 1 - Il numero dei *deals* e il capitale investito dai fondi di private equity

(anni 2000-2011 – valori assoluti)

Fonte: Osservatorio AUB

	<i>Deals</i> AUB	Capitale investito AUB (mln €)
2000	78	2.254
2001	65	401
2002	80	1.202
2003	82	2.023
2004	63	1.018
2005	91	1.221
2006	124	2.569
2007	121	2.361
2008	125	4.024
2009	52	691
2010	65	1.115
2011	84	1.676
Totale	1.030	20.554

Dai dati si evince un trend in linea con l'andamento dell'attività di private equity mondiale, già evidenziato da alcuni studiosi in letteratura⁸. Si dimostra, infatti, come l'andamento mondiale del mercato del private equity ha cominciato ad acquisire rilevanza in Europa dopo la fase congiunturale espansiva degli anni Ottanta, mentre fino ad allora era stato guidato principalmente dagli investimenti effettuati negli Stati Uniti. Solo a partire dal 2004 ha preso avvio una vera e propria seconda fase di boom, per la prima volta a carattere globale che, come dimostrano i dati dell'Osservatorio AUB, ha coinvolto anche il mercato italiano. La forte crescita che ha caratterizzato gli anni seguenti, soprattutto in termini di capitale investito, si è interrotta nel 2008, quando l'acuirsi della crisi economica globale ha limitato le risorse finanziarie a disposizione per gli investimenti, elevando il grado di rischio di questo tipo di operazioni. Dopo aver raggiunto il minimo nel 2009 (sia per numero di *deals* sia per ammontare di capitale investito), si è assistito nei due anni successivi a una timida ripresa, che continua tuttora.

Provando a distinguere i diversi soggetti che esercitano attività di private equity, nel panorama italiano sono rintracciabili quattro categorie di investitori istituzionali: le banche, i fondi internazionali di investimento, i fondi di natura regionale o statale e i fondi italiani gestiti da SGR. Dai dati dell'Osservatorio AUB

⁸ Si citano, a questo proposito, due studi: D. Siegel, M. Wright, I. Filatotchev, «Private equity, LBOs, and corporate governance: international evidence», Guest Editorial, 2011, vol. 193, pp. 185-194; S.N. Kaplan, P. Stromberg, «Leveraged buyout and private equity», *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, 2009, vol. 231, pp. 121-146.

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

emerge come, in termini di capitale investito, la maggioranza degli investimenti sia stata effettuata da fondi internazionali, mentre si assiste a un maggiore equilibrio in termini di numerosità delle operazioni effettuate: i fondi italiani sono stati protagonisti di circa la metà dei *deals* avvenuti in Italia (45%). Pertanto, trova conferma la tesi secondo la quale i fondi internazionali (mediamente più grandi) siano intervenuti in pochi *deals*, specifici, ma di grandi dimensioni.

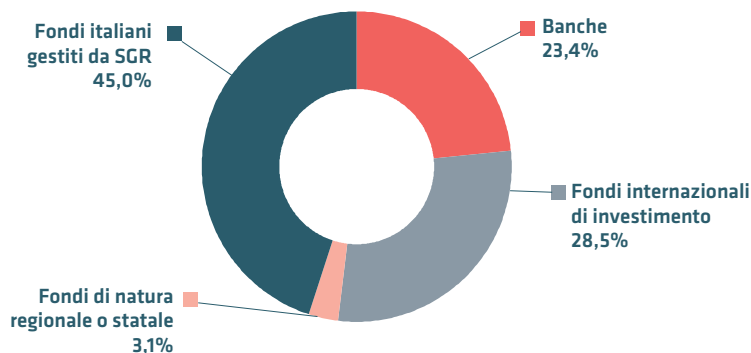


GRAFICO 1
L'incidenza dei diversi operatori specializzati in termini di *deals*
(anno 2011 – valori percentuali)
Fonte: Osservatorio AUB

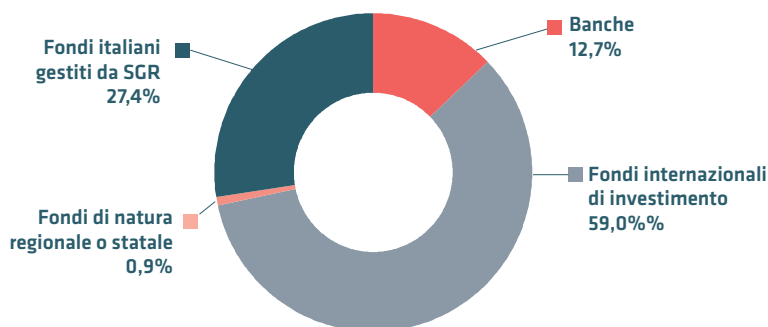
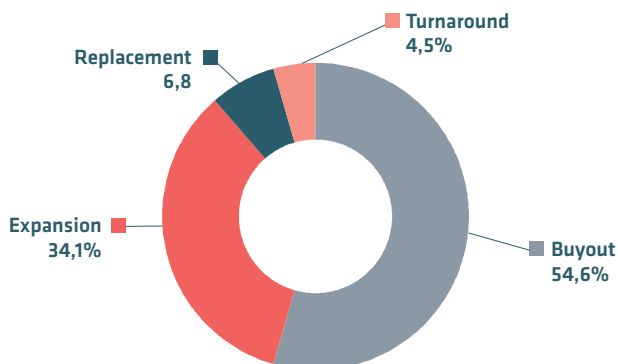


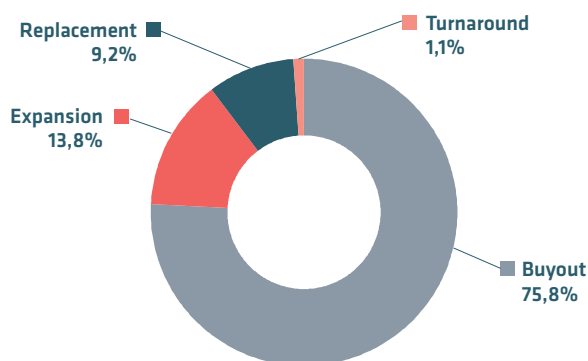
GRAFICO 2
L'incidenza dei diversi operatori specializzati in termini di capitale investito (anno 2011 – valori percentuali)
Fonte: Osservatorio AUB

Tradizionalmente, le operazioni effettuate da un fondo di private equity vengono classificate anche in base al differente stadio di vita dell'impresa. Le finalità, le modalità e le competenze richieste possono differire anche profondamente in base alla fase in cui il *deal* si colloca, rendendo utile distinguerne il numero e le caratteristiche (ammontare investito) rispetto alle quattro categorie tipiche di investimento sopra introdotte. Tra queste, gli investimenti di *buyout* rappresentano il caso più frequente (54,6%), oltre a richiedere un investimento più elevato (circa il 75,8% dell'ammontare totale investito). La cosa non stupisce considerando che, nella quasi totalità dei casi, nelle operazioni di *buyout* è stata acquisita la maggioranza, se non la totalità, del capitale delle aziende. Seguono gli interventi di *expansion* (34,1%), *replacement* (6,8%) e infine *turnaround* (4,5%).

**GRAFICO 3**

La rilevanza delle quattro tipologie di investimento in termini di *deals* (anno 2011 - valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

**GRAFICO 4**

La rilevanza delle quattro tipologie di investimento in termini di capitale investito (anno 2011 - valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

UNO SPACCATO SUL TERRITORIO MILANESE

Partendo dalle dimensioni del fenomeno, è utile chiedersi se e come esso abbia trovato declinazioni territoriali. Come prevedibile e noto, infatti, sia la ricchezza del tessuto imprenditoriale sia una maggiore apertura a contributi esterni, già riscontrata su aspetti diversi in precedenti rapporti focalizzati su particolari aree geografiche - tra cui quella milanese -, fanno intendere come l'impatto del private equity sia particolarmente forte in alcune aree del Paese.

Se si osserva la semplice localizzazione geografica dei *deals*, infatti, si evince come la maggior parte di questi abbia avuto a oggetto aziende con sede nel Nord-Ovest (48,7% del totale), seguito da Nord-Est (29%), Centro (17,5%) e Sud (4,8%). In modo del tutto analogo, anche l'ammontare totale investito presenta una ripartizione simile, con connotazioni addirittura maggiori in termini di valore dell'ammontare investito in aziende del Nord-Ovest rispetto, per esempio, a quelle di Sud e Isole, dove le operazioni sono risultate poche e di valore, se possibile, ancora più esiguo.

Tali dati sembrano suggerire un maggior dinamismo nel Nord del Paese, caratterizzato da un tessuto imprenditoriale più ricco di medie e grandi aziende, oltre che probabilmente di maggior interesse per gli investitori istituzionali.

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

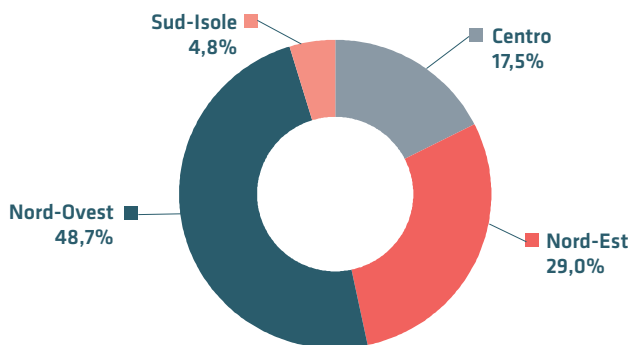


GRAFICO 5

La distribuzione territoriale degli investimenti in termini di *deals* (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

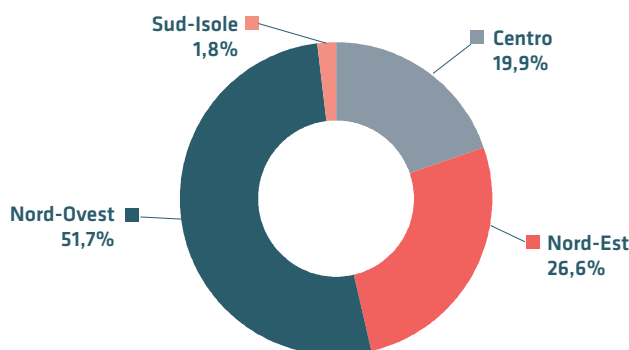


GRAFICO 6

La distribuzione territoriale degli investimenti in termini di capitale investito (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

Queste considerazioni diventano particolarmente rilevanti se si concentra l'attenzione sulla sola provincia di Milano: ben 240 degli 861 *deals* considerati⁹ (pari al 29,2%) hanno avuto a oggetto un'azienda con sede nella provincia di Milano, per un capitale investito totale pari a 5,8 miliardi di euro (il 30,8% del totale). Si tratta di una incidenza superiore all'incidenza stessa delle aziende presenti nel territorio milanese¹⁰, che diviene ancor più accentuata in termini di dinamiche del capitale, confermando la forte attrattività di questo territorio per gli operatori di private equity.

Inoltre, suddividendo i *deals* complessivamente avvenuti nel decennio considerato in base alla quota acquisita dal fondo di private equity, si evince come in circa la metà delle operazioni una quota minoritaria del capitale sia stata oggetto di negoziazione (436 in totale, pari al 53,3% dei *deals* complessivi)¹¹. Peraltro,

⁹ Al fine di indagare in maggior dettaglio le caratteristiche delle aziende target, la popolazione oggetto di indagine sarà circoscritta in questa sezione del rapporto alle 861 aziende per le quali al momento si dispone di informazioni attendibili sulle caratteristiche demografiche e strutturali, nonché informazioni puntuali sull'assetto proprietario e sulla struttura di governance.

¹⁰ Le medie e grandi aziende industriali milanesi rappresentano circa il 24% delle aziende italiane (Fonte: AUB).

¹¹ I dati relativi alla quota acquisita sono disponibili per 818 *deals* degli 861 complessivi.

TABELLA 2 - La distribuzione dei *deals* e del capitale investito in provincia di Milano e nel resto d'Italia (anni 2000-2011 – valori assoluti)

Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	<i>Deals</i>	Capitale investito (mln €)	<i>Deals</i>	Capitale investito (mln €)
2000	20	496	52	1.621
2001	16	56	39	277
2002	24	199	41	834
2003	19	583	56	1.145
2004	14	258	38	600
2005	18	407	51	619
2006	36	599	67	1.946
2007	20	1.311	71	906
2008	31	986	79	2.684
2009	15	241	29	409
2010	10	154	43	677
2011	17	466	55	1.169
Totale	240	5.755	621	12.886

TABELLA 3 - Le operazioni di maggioranza e minoranza in provincia di Milano e nel resto d'Italia (anno 2011 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Valori assoluti	Pesi %	Valori assoluti	Pesi %
Minoranza	115	49,4	321	54,9
Maggioranza	118	50,6	264	45,1
Totale	233	100,0	585	100,0

l'incidenza delle operazioni di minoranza è stata abbastanza uniforme anche tra la provincia di Milano (il 49,4%) e il resto d'Italia (il 54,9%).

Anche la distinzione per tipologia di investimento restituisce risultati interessanti. Seppur minori rispetto a quanto osservato in precedenza, si riscontrano delle differenze tra la provincia di Milano e il resto d'Italia in termini di capitale investito. In particolare, la provincia di Milano si caratterizza per una maggiore incidenza di *buyout*: il 56,7% dei *deals*, a fronte di una media del 49,3% nel

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

resto d'Italia. Ciò sta a significare che nella provincia di Milano le operazioni di *expansion* e di *replacement* hanno attratto minori risorse da parte degli investitori (rispettivamente il 6,9% e il 5,2%, contro il 15,6% e l'11,5% nel resto d'Italia). La spiegazione di tale fenomeno è da ricondurre a un investimento, in media, superiore per le operazioni di *buyout* della provincia di Milano.

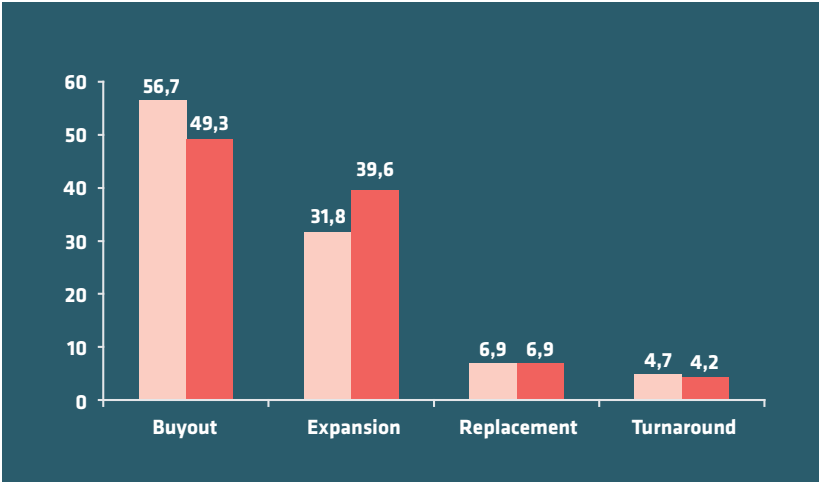


GRAFICO 7

La diversa rilevanza dei deals tra la provincia di Milano e il resto d'Italia (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

Provincia di Milano
Resto d'Italia

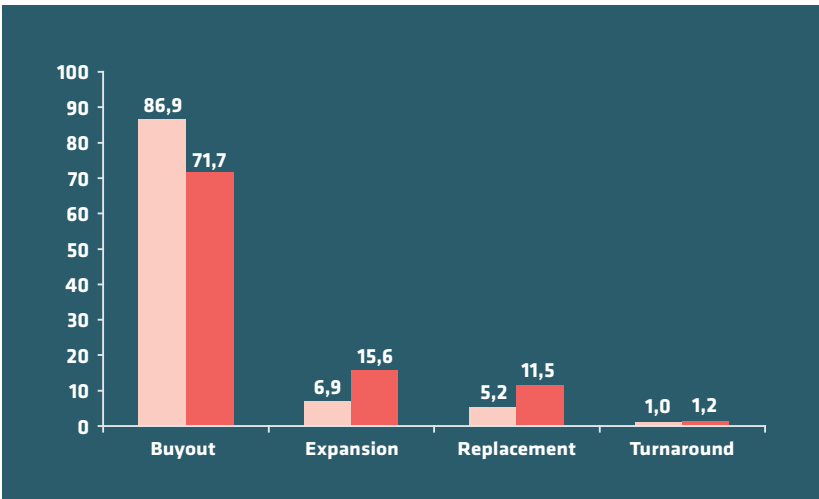


GRAFICO 8

La diversa rilevanza del capitale investito tra la provincia di Milano e il resto d'Italia (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

Provincia di Milano
Resto d'Italia

Inoltre, analizzando la distribuzione settoriale delle operazioni, è possibile osservare come la maggioranza degli investimenti avvenuti in Italia abbia interessato aziende che operano nel settore manifatturiero: il 54,9% in termini di numero complessivo di *deals*, con differenze sensibili nell'area milanese (44,6%) rispetto al resto del Paese (58,9%). Tale differenza mostra come il capoluogo lombardo sia in grado di attrarre risorse per il sostegno e la crescita delle proprie aziende in uno spettro più ampio di settori, rendendo la sua struttura produttiva

TABELLA 4 - La distribuzione degli investimenti effettuati per settore di attività (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	<i>Deals</i>	Capitale investito	<i>Deals</i>	Capitale investito
Commercio	10,0	11,3	8,2	7,5
Costruzioni e servizi immobiliari	1,3	4,9	2,6	8,5
ICT	8,8	13,0	8,4	7,6
Manifatturiero	44,6	42,4	58,9	47,3
Produzione e distribuzione di energia	4,6	4,6	3,1	0,9
Servizi finanziari e professionali	17,9	13,5	12,9	17,9
Trasporti	5,0	0,6	3,1	8,3
Turismo	3,8	1,4	1,4	1,9
Altro	4,2	8,3	1,4	0,1
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

meno vulnerabile di fronte a crisi di specifici settori industriali. Sempre rimanendo nell'area milanese, e provando a indagare più in dettaglio verso quali micro-settori del manifatturiero siano stati rivolti gli interessi degli operatori di private equity, si evince come la distribuzione sia abbastanza variegata. Una maggioranza di investimenti è stata rivolta verso aziende manifatturiere che producono impianti e macchinari (il 18,4% dei *deals*), mentre, come si nota dal grafico 9, le altre categorie rappresentano percentuali sempre inferiori al 10%. Sembrerebbe che gli operatori di private equity non abbiano avuto una politica d'investimento orientata verso uno specifico settore (o un gruppo di

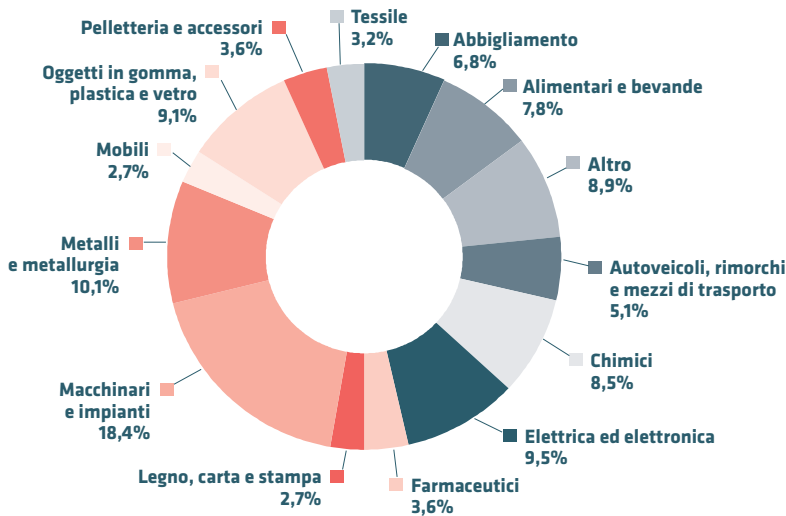


GRAFICO 9
Gli investimenti effettuati all'interno del settore manifatturiero (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

settori), ma che gli investimenti siano stati indirizzati in aziende con un potenziale di valore ancora parzialmente inespresso, a prescindere dall'attività svolta.

LE TRASFORMAZIONI SUBITE DALLE AZIENDE TARGET

L'attività di private equity identifica tipicamente un vasto e differenziato insieme di investimenti nel capitale sociale delle aziende target. Nonostante le finalità possano essere molto diverse, come visto in precedenza, tali investimenti sono spesso di ingente ammontare e molto rischiosi, sia per l'aleatorietà del successo sia per la ridotta diversificazione che soprattutto gli operatori di minori dimensioni possono garantire ai propri investitori. Per tali ragioni, gli investitori necessitano di un certo grado di controllo che consenta di intervenire in alcune scelte aziendali delle aziende target. Seguendo quanto sostenuto in numerose ricerche internazionali, si proverà a verificare se l'ingresso di un operatore di private equity abbia un impatto sulla struttura di governance¹² e sulle scelte strategiche dell'azienda stessa, con un conseguente impatto sulle performance¹³.

L'impatto sulle strutture di governance

Secondo le indicazioni delle best practices internazionali, l'intervento di un investitore dovrebbe introdurre nelle aziende comportamenti e regole per una maggiore e più efficiente distribuzione dei poteri all'interno dell'azienda. L'analisi delle strutture di leadership nell'anno successivo all'investimento supporta quanto emerso dalla letteratura: l'intervento di un fondo di private equity produce un effettivo cambiamento. Infatti, dopo l'ingresso nel capitale, gli investitori spesso ottengono un cambio nella leadership aziendale e nella scelta dei componenti del Consiglio di amministrazione (CdA). Pertanto, al fine di analizzare i cambiamenti messi in atto dagli operatori di private equity è interessante, da un lato, mettere a confronto le strutture di leadership pre e post-investimento e, dall'altro, i cambiamenti intervenuti nel CdA delle aziende target.

I modelli di leadership

Dall'analisi delle strutture di leadership delle 861 aziende indagate si evince come – prima dell'ingresso di un operatore di private equity – il 15,4% delle aziende fosse guidato da un amministratore unico (AU), il 29% da un presidente esecutivo (PE) e il 55,6% da uno o più amministratori delegati (AD). Peraltro, le strutture di leadership pre-*deal* presentano alcune differenze anche tra le aziende dell'area milanese e il resto d'Italia: la figura dell'AU era presente nel 20,6% delle aziende milanesi e nel 12,8% nel resto d'Italia. I risultati riportati nel grafico 10 permettono di osservare efficacemente come siano mutate le tre figure di leadership prese in esame tra la situazione pre-*deal* e quella osservabile nell'anno immediatamente successivo. Il fenomeno più significativo, come lecito attendersi, appare la riduzione di aziende guidate da un AU e il conseguente incremento di aziende guidate da

¹² F. Cornelli, O. Karakas, «Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective boards?», Working Paper for the London Business School, febbraio 2008.

¹³ M. Wright, J. Gilligan, K. Amess, «The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know», *Venture Capital*, 2009, vol. 11, pp. 1-21.

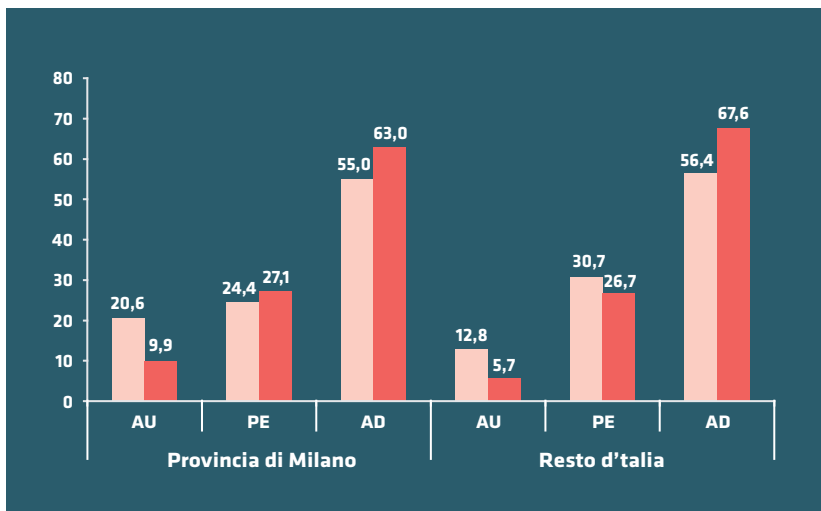


GRAFICO 10
Le strutture di leadership
aziendale pre e post deal (anno
 2011 – valori percentuali)
 Fonte: Osservatorio AUB

un AD. Tale fenomeno è ben visibile sia nell'area milanese sia nel resto d'Italia: la presenza di un AU si è dimezzata in entrambi i casi (passando dal 20,1% al 9,9% nell'area milanese e dal 12,8% al 5,7% nel resto d'Italia), testimoniando come l'apertura del capitale rappresenti spesso il modo con cui aziende di prima generazione – tipicamente guidate da un AU – affrontano il nodo delicato della crescita.

I cambiamenti al vertice

La trasformazione delle strutture di leadership è soltanto uno degli interventi che gli investitori possono apportare nella governance delle aziende. *In primis*, è possibile che un fondo cerchi di sostituire il leader aziendale in carica con un manager di propria fiducia, che goda di un'ottima reputazione e di competenze tecniche specifiche. Poiché è più facile che una sostituzione al vertice avvenga nelle aziende in cui il fondo rilevi la maggioranza del capitale, così come il diritto di far leva sulla composizione del CdA per supportare le decisioni strategiche dell'azienda, le operazioni oggetto di analisi sono state suddivise in operazioni di maggioranza e di minoranza. Concentrando l'attenzione su tre dimensioni rilevanti, è possibile osservare i seguenti fenomeni:

- il 42,4% dei fondi di private equity che ha acquistato una partecipazione di maggioranza in un'azienda dell'area milanese (e il 34,5% nel resto d'Italia) ha sostituito il leader alla guida dell'azienda. Peraltro, anche nelle operazioni di minoranza, seppur in modo più contenuto, si è verificato un certo rinnovamento al vertice (pari al 19,1% nell'area milanese e al 23,4% nel resto d'Italia). A tal proposito, è interessante notare come i leader aziendali di Milano e provincia «resistano» di più al cambio al vertice nel caso di operazioni di minoranza rispetto al resto del Paese, mentre al contrario siano più pronti a cedere la guida dell'azienda nel caso di cessioni maggioritarie del capitale;
- un secondo intervento è relativo alla composizione del CdA: da un lato è possibile osservare un incremento medio del 12,1% nella dimensione

- del CdA rispetto al periodo pre-*deal*; dall'altra, un rinnovamento anche in termini di riduzione dell'età media dei consiglieri. Ciò è vero soprattutto per le operazioni di maggioranza, che verosimilmente determinano un maggiore turnover nei vertici aziendali, con l'inserimento di consiglieri più giovani all'interno del CdA e una conseguente riduzione dell'età media;
- un ultimo aspetto è relativo alla presenza delle donne nel CdA: dai dati è possibile osservare, seppur limitatamente alle operazioni di maggioranza, un incremento di consiglieri donna nella provincia di Milano superiore rispetto al resto d'Italia, indicando come nell'area milanese le operazioni di private equity avvengano in un contesto professionale maggiormente variegato anche per genere.

TABELLA 5 - L'impatto sulle strutture di governance in provincia di Milano e nel resto d'Italia (anno 2011 – valori percentuali)
Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Maggioranza	Minoranza	Maggioranza	Minoranza
% Successioni al vertice	42,4	19,1	34,5	23,4
Δ % Dimensione del CdA	10,6	8,2	7,3	18,0
Δ % Età media CdA	-4,5	1,5	-3,1	0,2
Δ % Aziende con almeno una donna nel CdA	12,7	1,7	4,2	4,4

L'impatto sulle performance economico-finanziarie

In coerenza con la propria mission aziendale, l'obiettivo primario degli operatori di private equity è quello di massimizzare il valore aziendale al momento della cessione, nonché di limitare il capitale di rischio iniziale, spesso realizzato anche tramite operazioni di *leveraged-buyout*¹⁴. A tal proposito, appare rilevante identificare l'impatto di tali operazioni sulle performance delle aziende oggetto di investimento¹⁵.

Partendo dal primo indicatore di performance riportato nella tabella 6, è possibile osservare un calo medio di redditività operativa (ROA) nelle aziende partecipate da un fondo di private equity. La riduzione – pari in media a -5,1 punti – raggiunge un picco negativo negli investimenti di minoranza avvenuti nella provincia di Milano. Tale risultato sembra dovuto al forte incremento medio degli *assets* aziendali più che a un vero e proprio deterioramento della redditività; in altri termini, come

¹⁴ Il *leveraged buyout* (o LBO) è un'operazione di finanza aziendale utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa.

¹⁵ Le variabili di performance analizzate sono: ROA, *assets*, *cash flows* e ricavi delle vendite. Per ciascuna di esse è stata calcolata la variazione fra la media registrata nei tre anni successivi all'ingresso del fondo e la media dei tre anni precedenti, al fine di garantire una maggiore robustezza delle analisi.

comprensibile, la variazione degli *assets* appare più rapida – almeno nel breve periodo – rispetto alla capacità di generare reddito operativo addizionale derivante dai maggior investimenti. Si noti, infatti, che la crescita più elevata degli *assets* (+98,6%) si è registrata proprio nei *deals* di minoranza avvenuti nella provincia di Milano. Un incremento così sensibile degli investimenti è probabilmente imputabile all'avvio di un percorso di crescita intrapreso con l'ingresso di un operatore specializzato nel capitale dell'impresa¹⁶. Infatti, spostando l'attenzione sulla crescita dei ricavi delle vendite, è possibile notare come, a prescindere dalla tipologia di investimento realizzata (di maggioranza o minoranza), l'ingresso di un private equity incrementi in modo significativo il tasso di crescita dei ricavi nei tre anni successivi all'investimento. In particolare, sia nella provincia di Milano sia nel resto d'Italia, sono gli investimenti di minoranza a registrare un maggior incremento del tasso di crescita dei ricavi. Un tasso inferiore si registra nelle operazioni di maggioranza avvenute nella provincia di Milano. Tale fenomeno è da imputare ragionevolmente alla maggiore dimensione media delle aziende target operanti nel tessuto produttivo milanese¹⁷. Analoghe considerazioni possono essere fatte in merito alla capacità delle aziende di produrre *cash flows* nei tre anni successivi all'investimento.

TABELLA 6 - L'impatto sulle performance in provincia di Milano e nel resto d'Italia (anno 2011 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Maggioranza	Minoranza	Maggioranza	Minoranza
Δ ROA (punti)	-4,0	-6,8	-5,1	-4,9
Δ % Ricavi delle vendite	24,1%	33,8%	48,2%	55,8%
Δ % Cash flows	10,3%	61,3%	33,6%	72,7%
Δ % Assets	91,1%	98,6%	81,0%	93,4%

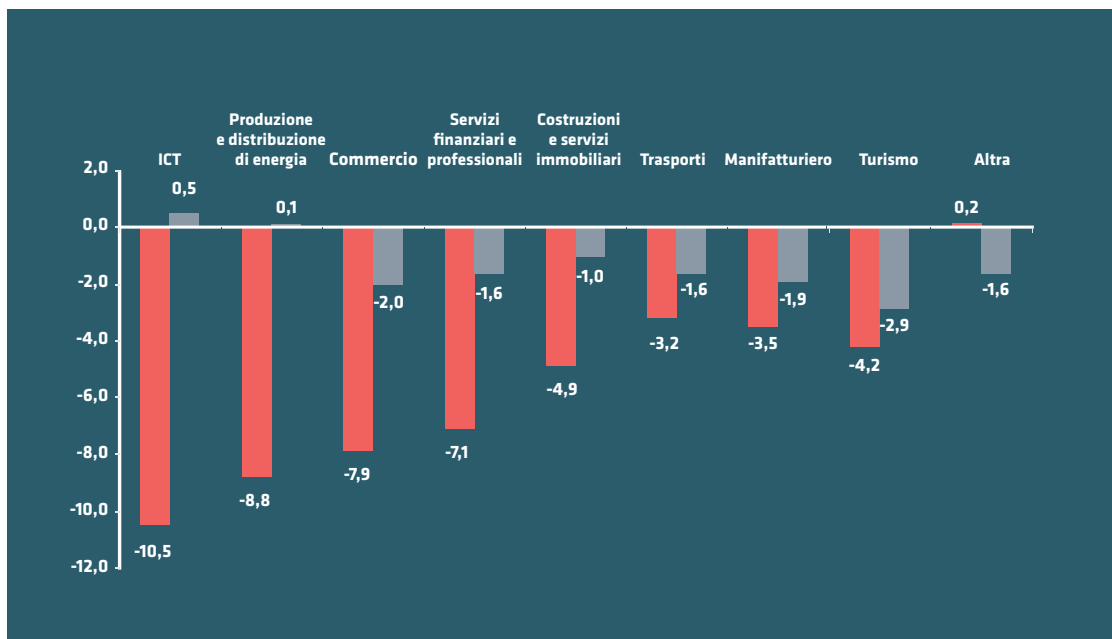
In questo quadro, un approfondimento interessante può derivare da alcune analisi circa le dinamiche settoriali, soprattutto in relazione al risultato (negativo) fatto registrare dalla redditività operativa conseguente alle operazioni di private equity. Come facilmente intuibile, infatti, le caratteristiche strutturali del settore e le due crisi finanziarie che si sono susseguite nell'ultimo decennio possono aver avuto delle forti ripercussioni in alcuni investimenti, con differenze potenzialmente apprezzabili a livello settoriale. A tal proposito, il grafico 11 mostra il confronto tra il differenziale di

¹⁶ Successive analisi potranno verificare se alla base della maggiore crescita degli assets aziendali non vi sia anche un apporto di liquidità da parte dei fondi di private equity al momento dell'ingresso nel capitale.

¹⁷ Dai dati dell'Osservatorio AUB si evince come le aziende milanesi presentino, in media, un valore degli assets (nei tre anni precedenti al deal) superiore del 24% circa rispetto alle altre.

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

ROA conseguito dalle aziende target e il corrispondente differenziale medio di settore¹⁸, permettendo di individuare il sovra o sotto rendimento conseguito, in media, dagli operatori di private equity nei diversi settori.



Pur nel quadro di redditività post-operazione tendenzialmente negativa, emergono differenze più ampie nei settori cosiddetti *capital intensive*. Per esempio, nel settore delle comunicazioni e delle tecnologie (ICT), così come in quello dell'energia, il differenziale di rendimento rispetto alla media di settore è stato negativo di circa 8-10 punti. Al contrario, un gap limitato di redditività (pari a circa 1,5-2 punti) si è realizzato nel settore manifatturiero e del turismo.

Infine, è possibile osservare l'evoluzione delle performance in relazione alle principali categorie di investimento presentate in precedenza: *buyout*, *expansion* e *replacement*¹⁹. In generale, i risultati ottenuti risultano in linea con la natura di tali investimenti: gli incrementi più accentuati per la crescita degli *assets*, dei ricavi delle vendite e dei *cash flows* sono, nella maggior parte dei casi, riconducibili alle operazioni di *buyout* ed *expansion*. Le differenze nei valori – sistematicamente più bassi per i *deals* avvenuti nella provincia di Milano – sono spiegabili, come visto in precedenza, dalla dimensione mediamente più elevata delle aziende milanesi.

GRAFICO 11
Il differenziale di ROA degli investimenti di private equity a confronto con quello di settore (anno 2011 – valori assoluti)

Fonte: Osservatorio AUB

■ ΔROA private equity
■ ΔROA settoriale

¹⁸ Calcolando per ciascun anno oggetto di analisi la differenza fra la media dei tre anni successivi e la media dei tre anni precedenti l'investimento, è stato possibile ricavare il differenziale medio di redditività che ha caratterizzato ciascuno dei settori esaminati.

¹⁹ Per la ridotta numerosità dei dati, e conseguente rappresentatività dei risultati, non sono riportati i dati relativi alle operazioni di *turnaround*.

TABELLA 7 - Il differenziale di performance nelle diverse tipologie di investimento (anno 2011 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano			Resto d'Italia		
	Buyout	Expansion	Replacement	Buyout	Expansion	Replacement
Δ ROA (punti)	-4,4	-5,9	-8,3	-5,6	-3,0	-10,8
Δ % Ricavi delle vendite	30,8%	22,5%	46,2%	51,3%	64,5%	21,0%
Δ % Cash flows	26,1%	55,8%	-1,2%	30,7%	100,1%	4,1%
Δ % Assets	88,2%	121,8%	77,1%	83,1%	96,6%	84,4%

UN APPROFONDIMENTO SULLE AZIENDE FAMILIARI

In quest'ultima sezione del rapporto si vuole concentrare l'attenzione su quella parte del tessuto produttivo italiano rappresentata dalle aziende a controllo familiare. Tale attenzione è motivata da una serie di fattori. In primo luogo, le aziende a controllo familiare rivestono un ruolo di assoluto rilievo nell'economia del Paese: circa il 73% delle aziende italiane sono a controllo familiare²⁰. Inoltre, come analizzato anche in precedenti rapporti²¹, le aziende familiari presentano caratteristiche e peculiarità che le distinguono da altri tipi di aziende, quali principalmente le filiali di multinazionali, le aziende a controllo statale e le coalizioni di vari soggetti imprenditoriali, caratterizzate da modelli decisionali e da sistemi di incentivi e priorità radicalmente differenti. Proprio in virtù di tali peculiarità le aziende familiari hanno spesso rappresentato un modello, soprattutto di fronte alla crisi degli ultimi anni, in grado di sopportare flessioni consistenti nella redditività e trarne, anzi, nuovi stimoli per rilanciare la competitività e la crescita nel lungo periodo.

Se numerosi studi in letteratura hanno approfondito come le aziende familiari siano state un motore per lo sviluppo, meno frequenti sono gli studi che analizzano il percorso di quelle aziende familiari che hanno scelto di aprire il capitale a un operatore di private equity.

Una delle peculiarità che viene solitamente attribuita alle aziende familiari è la grande attenzione volta al mantenimento della propria autonomia decisionale²², rendendo abbastanza rara la scelta di favorire l'ingresso di investitori esterni nel capitale sociale. Nei casi in cui ciò avviene, la scelta può ricadere su un operatore di private equity perché è il soggetto che più di ogni altro risulta in grado di

²⁰ Commissione Europea, 2008.

²¹ Si veda, in particolare, il rapporto G. Corbetta, A. Minichilli, F. Quarato (a cura di), «Le aziende familiari milanesi attraverso (ed oltre?) la crisi», Osservatorio AUB, 2010.

²² W.S. Schulze, M.H. Lubatkin, R.N. Dino, «Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms», *Academy of Management Journal*, 2003, vol. 462, pp. 179-194.

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

accelerare lo sviluppo e la crescita dell'azienda, avviando rilevanti cambiamenti nelle strutture interne e negli schemi competitivi²³. Partendo dall'analisi delle strutture proprietarie nell'anno precedente il *deal*, si possono individuare quattro differenti tipologie di imprese: familiari, coalizioni, filiali di multinazionali, controllate da un private equity (nel qual caso, l'investimento assume i connotati di un *secondary buyout*²⁴), statali o enti locali. Dall'analisi dei *deals* avvenuti nel nostro Paese tra il 2000 e il 2011 risulta evidente come le aziende a controllo familiare siano state quelle maggiormente interessate da una operazione di private equity: i *deals* che hanno interessato aziende controllate da una famiglia imprenditoriale sono stati pari al 42% nella provincia di Milano e al 46,4% nel resto d'Italia. Inoltre, per certi versi stupisce che sia nella provincia di Milano sia nel resto del Paese le coalizioni siano la seconda forma proprietaria interessata da operazioni di investimento nel capitale, nonostante rappresentino meno del 10% della popolazione complessiva di aziende.

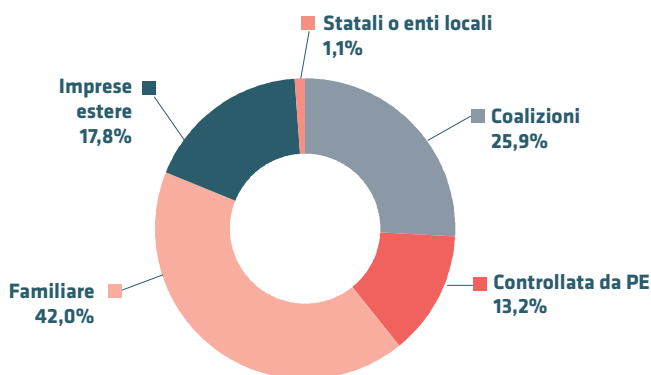


GRAFICO 12

Le operazioni avvenute in provincia di Milano distinte per assetto proprietario (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

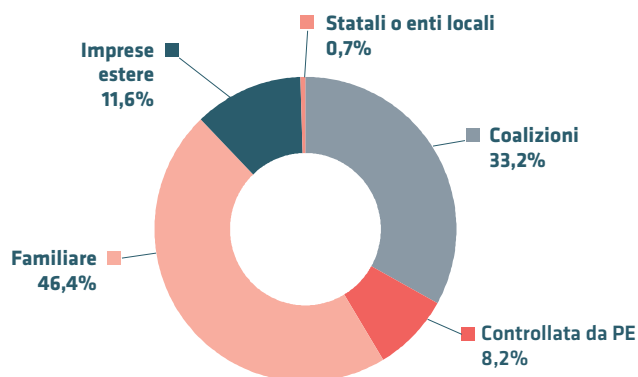


GRAFICO 13

Le operazioni avvenute nel resto d'Italia distinte per assetto proprietario (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

²³ C.E. Schillaci, H.R. Faraci, «Managerializzazione del governo d'impresa e ruolo degli investitori istituzionali nell'accelerazione dello sviluppo delle imprese familiari italiane», *Sinergia*, vol. 55, 2001.

²⁴ Il *secondary buyout* identifica l'acquisto da parte di un fondo di private equity di una quota o dell'intero capitale di un'azienda da un altro fondo di private equity.

L'impatto sulle strutture di governance

Come in precedenza, è possibile indagare in modo comparato rispetto alle aziende non familiari quali modifiche sono state apportate dagli investitori istituzionali nelle strutture di governance dopo l'investimento. È possibile dedurre in questo modo, seppur in via indiretta, se le strutture di governo già in essere nelle aziende familiari siano state più o meno apprezzate dagli investitori perché più in linea con le best practices. Per garantire la confrontabilità delle strutture di governance prima e dopo l'investimento si è concentrata l'attenzione sulle 436 operazioni di minoranza avvenute in Italia nel periodo considerato. I risultati, divisi tra l'area milanese e il resto d'Italia, sono esposti nella tabella 8.

TABELLA 8 - L'impatto sulle strutture di governance nelle operazioni di minoranza (anno 2011 – valori percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
% Successioni al vertice	22,4	16,7	29,3	18,8
Δ % Dimensione del CdA	10,1	4,9	20,4	13,9
Δ % Età media CdA	0,8	2,0	0,3	0,5
Δ % Aziende con almeno una donna nel CdA	-2,0	4,5	-1,4	8,8

Partendo dall'analizzare il ricambio al vertice, si può notare come si tratti di percentuali elevate: circa un'azienda su cinque ha effettuato un cambio al vertice dopo l'operazione. Inoltre, si evincono due considerazioni: 1) il dinamismo al vertice che ha caratterizzato le aziende familiari è stato superiore rispetto a quello delle aziende non familiari: il 22,4% contro il 16,7% nell'area milanese, e il 29,3% contro il 18,8% nel resto d'Italia; 2) il ricambio al vertice è stato inferiore nelle aziende della provincia di Milano. Quest'ultimo dato può essere letto quale sintomo di una maggiore apertura al vertice delle aziende milanesi già prima dell'ingresso di un fondo private equity. Inoltre, il dato iniziale denota come le famiglie imprenditoriali (milanesi e non), seppur proprietarie della maggioranza del capitale, abbiano acconsentito a un maggior avvicendamento al vertice dopo l'ingresso di un fondo d'investimento nell'azionariato. Nonostante il forte legame tra famiglia e impresa, infatti, molte famiglie imprenditoriali che scelgono di aprire il capitale a investitori professionali sono anche consapevoli che affidare la guida dell'azienda a manager professionisti può garantire quell'esperienza e quella competenza che serve per intraprendere un percorso di crescita sostenuto e prolungato.

Passando all'analisi del CdA, trovano conferma alcune delle considerazioni fatte finora. Nella provincia di Milano il numero medio di consiglieri è aumentato meno di quanto non sia avvenuto nel resto d'Italia e si accompagna a un maggior incremento dell'età media. Se si considera che il CdA delle aziende

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

milanesi è mediamente più ampio²⁵, è facilmente comprensibile come, anche dopo l'ingresso di un private equity, prevalga l'interesse al perseguimento di una maggiore efficienza decisionale piuttosto che al raggiungimento di una dimensione ottimale. Inoltre, anche nelle aziende familiari (milanesi e non) la dimensione del CdA è cresciuta in misura superiore dopo l'ingresso di un private equity. Tale dato è la diretta conseguenza di una maggiore apertura verso l'esterno, con l'ingresso di un maggior numero di consiglieri esterni al fianco degli esponenti della famiglia imprenditoriale.

Infine, analizzando la presenza delle donne nel CdA, si osserva un incremento nelle aziende non familiari e una riduzione nelle aziende familiari. Tale differenza è comprensibile se si considera che prima dell'investimento solo il 24,6% delle aziende non familiari presentava (almeno) una donna nel CdA, a fronte del 48,5% delle aziende a controllo familiare. Sembrerebbe dunque che, soprattutto nelle aziende non familiari, l'ingresso di un investitore abbia contribuito anche a una maggiore diversificazione di genere negli organi di governo.

L'impatto sulle performance economico-finanziarie

Come in precedenza, anche in quest'ultima parte del rapporto si intende effettuare una comparazione, in termini di performance, tra le operazioni di private equity che hanno interessato aziende a controllo familiare e aziende non familiari. Anche in questo caso, per operare un confronto più diretto e analizzare i cambiamenti avvenuti esclusivamente nelle aziende con il medesimo azionista di maggioranza anche prima del *deal*, l'attenzione è stata posta sulle sole operazioni di minoranza.

Dai dati dell'Osservatorio AUB si evince come le aziende familiari mostrino una crescita degli *assets* aziendali superiore rispetto alle aziende non familiari. A fronte di tale crescita, i ricavi delle vendite presentano incrementi appena inferiori rispetto a quanto registrato dalle aziende non familiari nei tre anni successivi. Al contrario, la capacità di produrre *cash flows* evidenzia miglioramenti più accentuati nelle aziende familiari. Con riferimento alla redditività operativa, invece, non si osservano differenze significative.

TABELLA 9 - L'impatto sulle performance nelle operazioni di minoranza (anno 2011 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: Osservatorio AUB

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Δ ROA (punti)	-7,0	-6,5	-4,6	-5,3
Δ % Ricavi delle vendite	31,8%	36,5%	54,8%	57,3%
Δ % Cash flows	66,5%	53,9%	74,1%	70,6%
Δ % Assets	90,1%	65,5%	96,4%	92,0%

²⁵ Nell'Osservatorio AUB la dimensione media del CdA è pari a 4,8 consiglieri, mentre nelle aziende della provincia di Milano è pari a 5,3.

In sintesi, sembra di poter concludere che l'assetto proprietario dell'azienda target non abbia un impatto significativo sul differenziale di redditività generato nei tre anni successivi all'investimento, ma che le aziende familiari partecipate da un fondo di private equity abbiano subito un'accelerazione superiore in termini di investimenti effettuati, e abbiano dimostrato una maggiore capacità di generare cassa. Rispetto alle aziende non familiari, dunque, sembra che l'ingresso di un fondo di private equity nel capitale abbia influenzato maggiormente le politiche d'investimento seguite dal *top management team*.

CONSIDERAZIONI FINALI

I risultati evidenziati nelle pagine precedenti suggeriscono importanti riflessioni circa la rilevanza, la diffusione e il ruolo che gli operatori di private equity hanno rivestito e continuano a rivestire nello sviluppo del sistema industriale del nostro Paese.

Il primo aspetto che emerge dal rapporto riguarda proprio la dimensione del fenomeno. Nonostante il mercato italiano fosse – almeno fino alla fine degli anni Novanta – tendenzialmente nuovo a operazioni di questo tipo, nel decennio preso in esame è stato possibile osservare un ritmo sorprendentemente crescente sia nel numero di operazioni sia nel valore investito dagli operatori di private equity. Se da un lato le aziende italiane sono state valutate con favore per il loro potenziale di crescita, è anche incoraggiante l'apertura dimostrata da una parte della classe imprenditoriale italiana²⁶, che ha dimostrato di saper cogliere l'importanza – o la necessità – di competenze specializzate e risorse finanziarie addizionali per intraprendere un percorso robusto di crescita. Come osservato, poi, il fenomeno appare ancora più accentuato nella provincia di Milano, che da sola ha avuto la capacità di attrarre oltre il 30% degli investimenti complessivamente effettuati in Italia dagli operatori di private equity. La maggiore disponibilità di risorse qualificate e di competenze manageriali presenti sul territorio, che da sempre qualificano l'attrattività di Milano e provincia, sono certamente fattori che hanno contribuito ad accrescere l'interesse degli investitori.

Un secondo aspetto riguarda poi il mercato rinnovamento al vertice delle aziende partecipate – sia in maggioranza sia in minoranza – da un fondo di private equity. Tale risultato, sebbene per molti versi ovvio e atteso, ricorda e richiama l'importanza di un ammodernamento delle strutture decisionali e di governance delle aziende del nostro Paese che – si auspica – non debba solo e necessariamente avvenire a opera di investitori finanziari che conferiscono capitali alle aziende. Al contrario, si ritiene che l'esempio portato dal fenomeno del private equity in termini di adeguamento delle strutture di governo debba rappresentare per tutte le aziende che si troveranno ad affrontare la sfida della crescita – a prescindere che lo facciano o meno aprendo il capitale – un serio elemento di riflessione.

Infine, lo studio conferma l'importanza e il ruolo fondamentale che i fondi di private equity hanno avuto nel sostenere il processo di crescita delle aziende

²⁶ Sia nel caso abbia scelto di aprire la compagine proprietaria ad azionisti di minoranza, sia nel caso abbia deciso di uscire dal business e cedere la totalità o la maggioranza del pacchetto azionario.

3. La performance economico-finanziaria delle imprese

italiane. In quest'ottica, e nella particolare congiuntura di incertezza economica che l'intero Paese sta attraversando negli ultimi anni, è possibile (e per certi versi auspicabile) che i fondi di private equity possano avere sempre più un ruolo complementare al tradizionale canale bancario. In un mercato in cui l'accesso al credito diviene sempre più difficoltoso e gli istituti di credito sembrano meno disposti rispetto al passato a supportare gli investimenti necessari, infatti, il ruolo dei fondi di private equity può risultare significativo nel contribuire alla ripresa e allo sviluppo dell'intero sistema produttivo italiano.