

3.

La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

L'analisi presentata in questo capitolo è stata condotta sui bilanci di esercizio delle aziende attive sul territorio regionale lombardo e della città metropolitana milanese negli anni compresi tra il 2008 e il 2013¹. Scopo dell'analisi è fornire una rappresentazione dell'evoluzione della congiuntura economica milanese e lombarda durante gli anni della crisi e valutare le ripercussioni della stessa mediante una lettura dei bilanci societari, focalizzando l'attenzione sui principali macro-aggregati che definiscono il tessuto produttivo lombardo e milanese. Nel rispetto di una piena comparabilità dei dati, si è deciso di definire un campione chiuso (cioè comprendente le sole aziende attive per tutto il periodo di analisi), composto dalle imprese operanti nei tre settori principali del sistema produttivo: industriale, commerciale e terziario. Sebbene questa decisione abbia comportato un'autoselezione dei *best performers* nel mercato di riferimento e pertanto abbia portato a considerare le sole aziende che hanno superato i sei anni di crisi in termini di prestazioni economiche, questo stesso approccio ha d'altro canto permesso una comparabilità omogenea dei dati su diversi orizzonti temporali, a favore di un'analisi consistente. Si precisa che il campione oggetto dell'analisi non è rappresentativo dell'intero universo delle imprese della provincia di Milano e della regione Lombardia, ma restituisce un'adeguata immagine delle sole società di capitali². Costruito il campione, sono stati gestiti i valori mancanti presenti nel database, optando per una strategia di *listwise deletion*. L'orizzonte temporale di riferimento ripercorre la situazione economica che ha caratterizzato il mercato italiano a partire dalla trasposizione della crisi verso

Note

¹ La fonte utilizzata è la banca dati AIDA (Bureau Van Dijk) aggiornata a marzo 2014.

² Questo perché le società di capitali sono le uniche per le quali, vigendo l'obbligo di deposito dei bilanci (Art. 2435, Codice Civile), vi è reperibilità dei dati necessari.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

l'economia reale nell'ultimo trimestre del 2008³: dove, in seguito a una prima battuta di arresto nell'anno d'inizio della crisi, e dopo una breve ripresa nel periodo 2010-2011, quale risposta immediata alla recessione degli anni precedenti, si rileva una seconda ricaduta nel biennio 2012-2013, a evidenza di una diffusa incapacità di individuare risposte efficaci a fronte di un lungo periodo recessivo.

Prima di procedere con l'analisi settoriale che fornisce una lettura storica delle performance economico-finanziarie, vengono di seguito riportate la numerosità e il contributo, in valori assoluti e percentuali, di ogni singolo settore di analisi dell'economia milanese e lombarda nel suo complesso.

TABELLA 1 – Numerosità campionaria, peso relativo e valore aggiunto di ciascun settore

(anno 2013 – valori assoluti e percentuali)

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

Settori	Milano			
	Numerosità campionaria		Valore aggiunto in milioni di euro	
	Valori assoluti	Pesi %	Valori assoluti	Pesi %
Industria	8.317	16,8	25.678	29,4
Commercio	9.173	18,5	17.675	20,3
Servizi	32.052	64,7	43.850	50,3
Totale	49.542	100,0	87.203	100,0
Settori	Lombardia			
	Numerosità campionaria		Valore aggiunto in milioni di euro	
	Valori assoluti	Pesi %	Valori assoluti	Pesi %
Industria	25.202	23,0	57.310	42,4
Commercio	20.313	18,6	24.327	18,0
Servizi	63.920	58,4	53.458	39,6
Totale	109.435	100,0	135.096	100,0

La tabella 1 mostra come più del 45% delle aziende considerate operi nel territorio milanese, a evidenza dell'importanza riconosciuta al tessuto produttivo della città metropolitana. La maggioranza delle aziende attive, inoltre, opera nel settore dei servizi, con una percentuale pari al 58% a livello regionale e al 65% in ambito provinciale (ulteriore evidenza del ruolo svolto dal settore terziario sia in Lombardia sia a Milano). Il contributo apportato dai tre settori all'intera economia risulta diversificarsi tra regione e città. A Milano, il settore dei servizi, oltre a comprendere la maggioranza delle aziende attive nell'arco temporale di riferimento, è anche quello che partecipa maggiormente alla creazione di valore aggiunto (con un valore pari al 50,3% sul totale). In Lombardia il maggior con-

³ Gli ultimi dati disponibili risalgono al 2013. Il ritardo nella disponibilità dei dati 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».

tributo in termini di ricchezza deriva, invece, dal settore dell'industria, che, pur rappresentando solo il 23% delle imprese nel campione, costituisce il 42,4% del valore aggiunto prodotto. Il settore del commercio si mantiene stabile sia a livello regionale sia locale, costituendo in entrambi i territori circa un quarto delle aziende attive e apportando un contributo analogo nella creazione di valore, pari al 20,3% nell'area milanese e al 18% in quella lombarda.

Di seguito sono riportati i principali indicatori economico-finanziari per i tre settori in esame. Particolare attenzione è rivolta al settore dei servizi che è stato scomposto e analizzato in quattro segmenti tra loro complementari: servizi tecnologici ad alto contenuto di conoscenza; servizi di mercato ad alto contenuto di conoscenza; servizi finanziari ad alto contenuto di conoscenza; altri servizi. Per ciascun settore vengono analizzate, innanzitutto, alcune delle principali voci di conto economico che descrivono la dinamica di medio periodo del ciclo produttivo (fatturato, valore aggiunto, EBITDA⁴). Vengono, poi, presentate alcune componenti finanziarie proprie del tessuto imprenditoriale. In questo contesto l'analisi è stata articolata su un duplice piano: da un lato vengono considerate le voci di stato patrimoniale identificative della disponibilità di credito a livello settoriale, al fine di comprendere l'attuale composizione della struttura finanziaria delle imprese in ciascun settore e verificare gli effetti sulla stessa durante i sei anni di crisi. A tal proposito, se da un lato sono state prese in considerazione le voci di bilancio in grado di stimare l'impatto della crisi in termini di disponibilità di credito, erosione del livello e della qualità della base patrimoniale e delle disponibilità di liquidità, costo del capitale di terzi.

Dall'altro, in coerenza con la prima fase di analisi, si è posta l'attenzione sui principali indicatori di redditività e di solvibilità e sulle loro componenti a supporto di una valutazione quantitativa dell'effetto delle politiche di ricapitalizzazione e ristrutturazione proprie del periodo storico di riferimento.

SETTORE INDUSTRIA

Il settore dell'industria è rappresentato da un campione costituito da 25.202 aziende per la regione nel suo complesso, di cui 8.317 operanti nell'area di Milano. La prima evidenza che emerge da un confronto tra le principali voci di bilancio a livello aggregato, elencate in tabella 2, è una forte recessione che ha colpito con diversa intensità la regione e la città metropolitana. Il 2009 e il 2012 sono gli anni critici per questo settore: sia il fatturato sia il valore aggiunto hanno registrato tassi di variazione negativi (nel 2009 rispettivamente -12,6% e -8,2% a Milano e -15,8% e -10,6% in Lombardia e nel 2012 -3,3%, -6,1% a Milano e -2,5%, -3,3% in Lombardia). Ancora più accentuata è la perdita di valore evidenziata dalla variabile EBITDA che registra un calo del 18,8% nella città milanese e del 21,2% in Lombardia (i dati relativi al 2012, seppure più rassicuranti, sottolineano un andamento decrescente della variabile, con valori pari al -15,6% a Milano e -5,6% in Lombardia). La differenza nelle variazioni tra

⁴ Sono stati adottati dati normalizzati per la costruzione delle curve, al fine di garantire una comparabilità dei valori campionati con i valori settoriali.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

fatturato ed EBITDA mostra una rigidità nella struttura dei costi della produzione e la conseguente impossibilità per le aziende di rispondere prontamente ai cambiamenti derivanti da shock esterni. Il biennio 2010-2011 riporta tassi di variazione positivi per tutte e tre le variabili, anni in cui si è registrata una parziale ripresa delle performance produttive dopo il crollo del 2009.

TABELLA 2 - Industria: principali variabili di conto economico per area geografica
(anni 2008-2013 - 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 % 2013/2008
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Fatturato	151.050	132.022	150.682	164.122	158.643	151.711	0,4
Valore aggiunto	25.509	23.425	25.852	26.788	25.166	25.678	0,7
EBITDA	10.104	8.206	9.453	10.500	8.862	9.150	-9,4
VA/Fatturato	16,9%	17,7%	17,2%	16,3%	15,9%	16,9%	
	Lombardia						
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Fatturato	287.253	241.783	276.057	301.512	294.017	286.935	-0,1
Valore aggiunto	56.649	50.656	55.582	57.522	55.621	57.310	1,2
EBITDA	22.112	17.418	19.997	20.044	18.915	19.868	-10,2
VA/Fatturato	19,7%	21,0%	20,1%	19,1%	18,9%	20,0%	

Da un raffronto tra Lombardia e città di Milano è evidente come le aziende operanti nella regione abbiano performato meglio rispetto alle aziende attive nella città metropolitana.

Se il settore industriale milanese è stato in grado di recuperare le perdite della crisi a fine esercizio 2013, registrando variazioni positive sia in termini di fatturato sia di valore aggiunto, le imprese lombarde (sebbene riportino variazioni negative del valore del fatturato) hanno subito un incremento maggiore in termini di valore aggiunto, a evidenza di una migliore gestione della struttura dei costi. Il dato del valore aggiunto del 2013 è, infatti, superiore rispetto a quello del 2008 (+1,2% a confronto con il +0,7% a Milano). A supporto di un miglior andamento del settore a livello regionale in confronto al mercato provinciale sono i tassi di variazione annui del biennio 2012-2013, colpito dalla seconda ondata di recessione. La Lombardia in questo periodo ha infatti registrato tassi superiori rispetto a Milano.

La migliore performance economica della regione potrebbe essere legata innanzitutto a una diversa struttura produttiva delle aziende analizzate. Considerando, infatti, il rapporto tra valore aggiunto e fatturato, le aziende lombarde

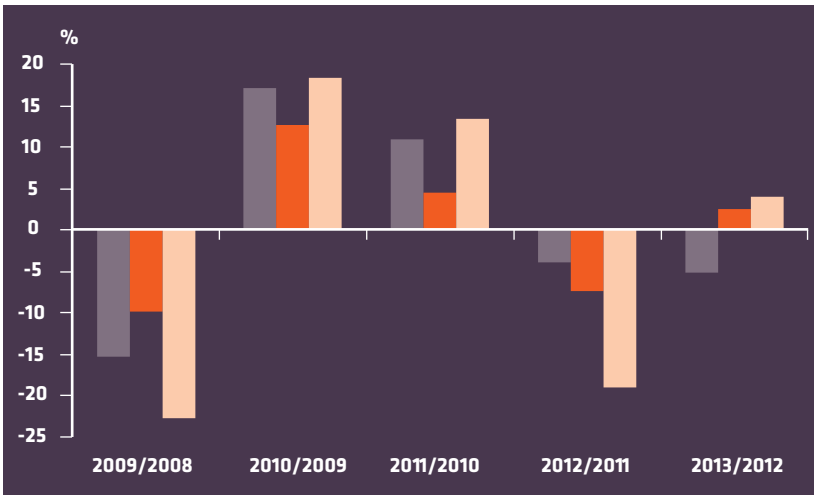


GRAFICO 1
Industria: ricavi delle vendite, valore aggiunto ed EBITDA nella città metropolitana di Milano
 (anni 2008-2013 - variazioni percentuali)

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

■ Ricavi di vendita
 ■ Valore aggiunto
 ■ EBITDA

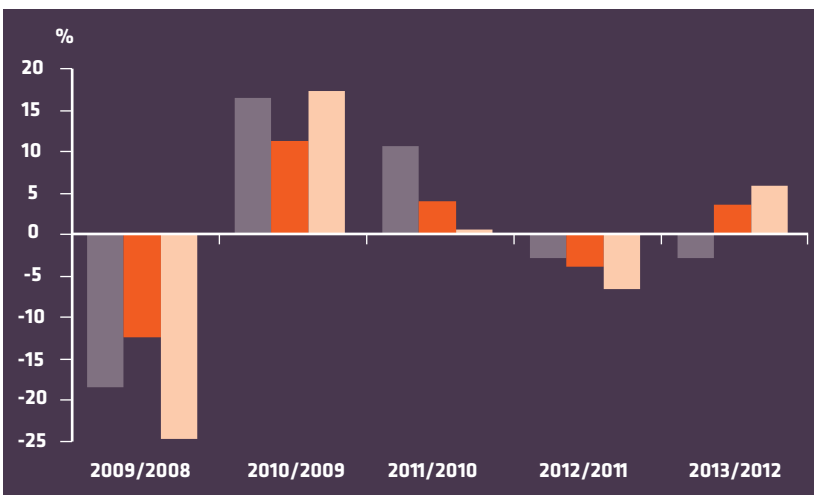


GRAFICO 2
Industria: ricavi delle vendite, valore aggiunto ed EBITDA in Lombardia
 (anni 2008-2013 - variazioni percentuali)

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

■ Ricavi di vendita
 ■ Valore aggiunto
 ■ EBITDA

mantengono per tutto il periodo di analisi un valore superiore (pari al 20%) rispetto alle imprese attive nella città metropolitana (17%). Le aziende milanesi sembrano esternalizzare in misura maggiore alcune fasi della produzione, mentre quelle lombarde sarebbero più integrate verticalmente⁵. Sebbene tale strategia di esternalizzazione delle attività abbia favorito le industrie milanesi nei primi anni post-crisi (2010-2011) in quanto sono state in grado di sfruttare la loro potenzialità d'innovazione e la loro vicinanza al territorio urbano dotato di un'intensa rete di attività di servizi avanzati per ottenere risparmi di costo, la logica d'integrazione verticale adottata dalle imprese lombarde, ha invece portato mi-

⁵ «Più lavorazioni vengono svolte all'interno dell'impresa, più passaggi di beni intermedi verranno presumibilmente effettuati internamente, e meno spazio ci sarà quindi per gli scambi di mercato. Con l'aumento del numero di fasi svolte dall'impresa aumenterà il valore aggiunto da essa prodotto; il rapporto valore aggiunto/ fatturato è stato allora usato come indicatore del grado di integrazione verticale (Adelman, 1955)». M.A. Adelman, «Concept and Statistical Measurement of Vertical Integration», in *Business Concentration and Price Policy*, Princeton University Press, Princeton 1955.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

GRAFICO 3

Industria: numero di imprese con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale nella città metropolitana di Milano (anni 2008-2013 - valori assoluti e percentuali)

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

■ N. di aziende in utile ■ N. di aziende in perdita ■ % aziende in perdita

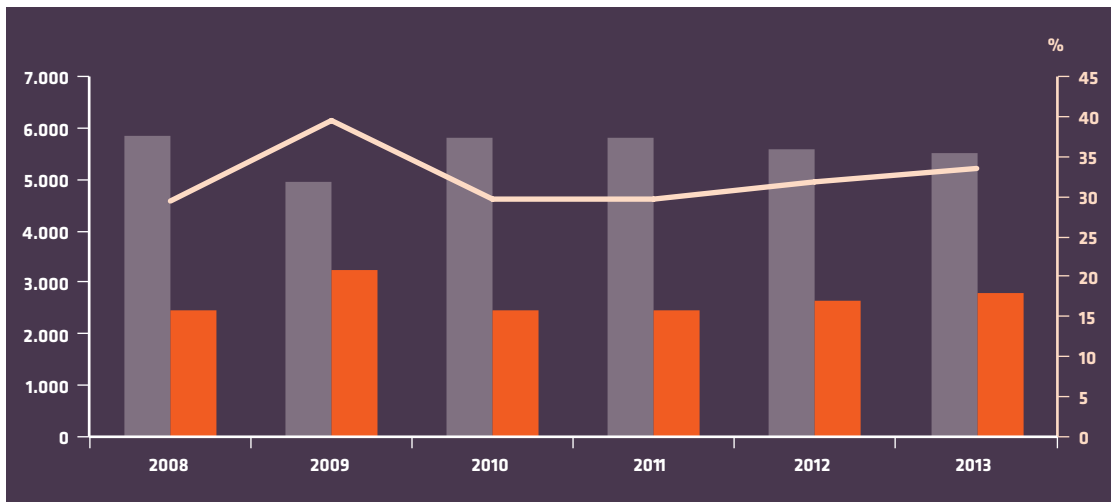
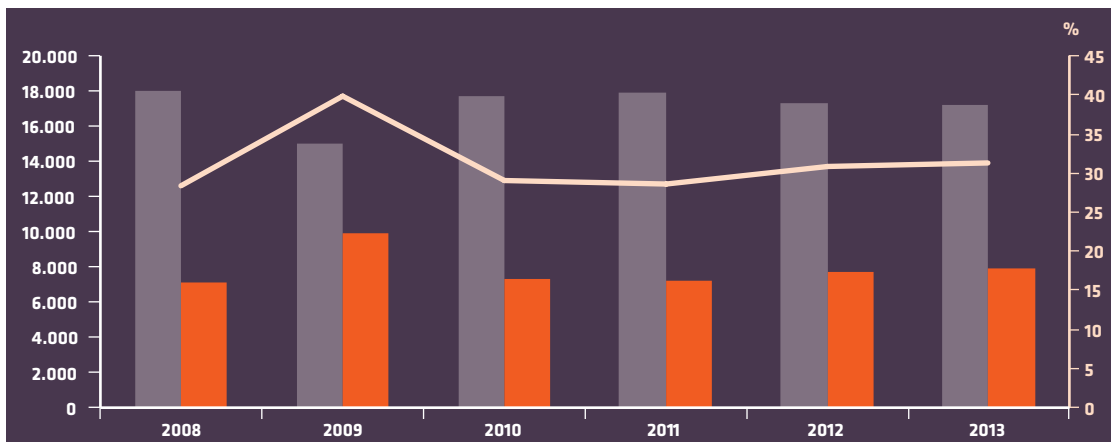


GRAFICO 4

Industria: numero di imprese con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in Lombardia (anni 2008-2013 - valori assoluti e percentuali)

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

■ N. di aziende in utile ■ N. di aziende in perdita ■ % aziende in perdita



giori risultati nel medio periodo⁶. Questa considerazione può essere supportata dall'andamento del settore terziario nel periodo 2008-2013; esso, infatti, è stato caratterizzato da una crescita incrementale nel triennio 2009-2011 e da un declino negli anni successivi.

■ ⁶ A tal proposito si vedano i dati riportati nella tabella 2.

L'evoluzione delle aziende con bilancio in utile e in perdita per Milano e la Lombardia mostrata nei grafici 3 e 4 conferma le ipotesi sopra descritte. Se si prende in considerazione l'evoluzione intertemporale delle aziende in utile, si vede come in seguito al forte incremento delle aziende in perdita nel 2009 in entrambe le aree considerate (si è passati da un numero di 7.123 a 9.929 aziende in perdita nella regione e da 2.441 a 3.238 a Milano), le imprese in utile in Lombardia si sono mantenute costanti per gli anni successivi al 2009, diversamente da quelle milanesi che sono effettivamente cresciute più che proporzionalmente rispetto alle stesse attive in Lombardia nel biennio successivo, ma in seguito hanno riportato un ulteriore calo.

Dati finanziari

Da una prima lettura delle principali voci di stato patrimoniale riportate nella tabella 3, è evidente come la struttura finanziaria si differenzi tra le imprese attive sul mercato lombardo e quelle operanti nell'area di Milano per quanto concerne in particolar modo le strategie di finanziamento mediante il ricorso a capitale di terzi. Il primo dato che emerge è l'aumento dell'ammontare di disponibilità liquide che ha interessato soprattutto la regione; il tasso medio annuo di crescita della liquidità in Lombardia si assesta su un valore pari al +4,4%, mentre a Milano risulta pari al +1,4%. La crescita relativa che ha caratterizzato le imprese milanesi rispetto a quelle lombarde in termini di disponibilità di cassa può essere spiegata attraverso un'analisi intertemporale della dinamica del credito e del debito a breve termine. Sebbene i crediti e i debiti a breve siano aumentati rispettivamente dell'1,6% e dell'1,7% nella regione, le stesse voci di stato patrimoniale a livello metropolitano sono aumentate del 2,3% e +2,2%. L'eccessivo incremento della dilazione dei pagamenti nei sei anni di crisi può costituire la causa della minor crescita di liquidità per le aziende milanesi. Da un ulteriore confronto tra regione e città emerge una divergenza intertemporale del rapporto debitorio tra imprese industriali e sistema bancario. Pur rappresentando la fonte di finanziamento privilegiata dal settore dell'industria lombarda (pari al 52%), il peso dei debiti verso banche⁷ all'interno della struttura finanziaria delle imprese milanesi è considerevolmente inferiore (37%) rispetto ai valori registrati dalla regione. A livello complessivo, le imprese milanesi tra il 2008 e il 2013 hanno innalzato i propri debiti finanziari del 3,1%, mentre il settore lombardo ha incrementato lo stesso dato del 2,9%. Analogamente i debiti bancari nella regione sono aumentati, in maniera minima, dello 0,5%, così come a Milano (il tasso medio annuo di crescita si assesta su valori pari allo 0,4%). Queste osservazioni sembrerebbero confermare la stretta creditizia operata dal sistema bancario a fronte del rallentamento della produttività e dei tassi di crescita del settore industriale milanese⁸, che ha comportato la necessità di ricorrere a fonti di finanziamento alternative, premiando le aziende milanesi favorite rispetto a quelle lombarde, in quanto inserite in un contesto caratterizzato dalla presenza di intermediari finanziari più evoluti.

⁷ Per debito bancario si intendono i debiti a breve e a lungo termine verso banche.

⁸ Questa è una conseguenza diretta dell'esigenza delle banche di adeguarsi ai nuovi requisiti patrimoniali imposti da Basilea 3. «Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari», *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria*, dicembre 2010.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

Un dato rassicurante arriva dal patrimonio netto, che è cresciuto a un tasso annuale del 2,1% in provincia di Milano e del 2,0% in Lombardia, segno della maggiore solidità del tessuto produttivo milanese. Entrambe le aree di interesse tra il 2008 e il 2013 hanno incrementato il patrimonio netto rispettivamente del 11,1% a Milano e del 10,1% in Lombardia, quale elemento di difesa sia dalla stretta creditizia adottata dalle banche in questi ultimi anni, sia da eventuali shock esogeni futuri.

TABELLA 3 – Industria: principali variabili di stato patrimoniale per area geografica

(anni 2008-2013 – 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 % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo
	2008	2009	2010	2011	2012	2013		
Disponibilità liquide	6.265	6.026	6.901	6.203	6.442	6.698	6,9	1,4
Crediti a breve	52.710	51.449	56.462	60.750	59.681	59.021	12,0	2,3
Debiti a breve	67.118	65.455	72.669	76.449	74.878	74.632	11,2	2,2
Debiti vs banche	15.688	17.242	15.944	14.784	14.351	15.969	1,8	0,4
Debiti finanziari	38.484	42.284	43.290	42.902	43.997	44.831	16,5	3,1
Patrimonio netto	48.010	48.915	50.104	52.813	51.131	53.314	11,1	2,1
	Lombardia							
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo
	2008	2009	2010	2011	2012	2013		
Disponibilità liquide	13.034	13.616	14.847	13.790	14.942	16.148	23,9	4,4
Crediti a breve	101.546	96.380	105.645	111.676	109.995	109.693	8,0	1,6
Debiti a breve	133.523	124.398	137.348	145.390	144.317	145.170	8,7	1,7
Debiti vs banche	41.089	44.738	44.668	43.519	41.500	42.149	2,6	0,5
Debiti finanziari	74.403	81.920	85.495	85.305	83.153	85.648	15,1	2,9
Patrimonio netto	101.201	103.259	105.716	106.997	107.186	111.445	10,1	2,0

La redditività operativa delle imprese industriali, in termini di ROI⁹, si mantiene su valori maggiori nella regione per tutto il periodo di analisi. Il 2008 è l'anno di massima redditività: il ROI ha raggiunto valori pari al 4,7% in Lombardia e al 3,8% a Milano. Al calo nel biennio 2009-2010, segue una crescita nel 2011, vanificata dalle ulteriori difficoltà emerse durante l'anno analizzato e con conseguenze negli anni successivi (il ROI passa da un valore del 3,2% e del 3,0% rispettivamente in Lombardia e a Milano nel 2011 a un valore del 2,7% e del 2,6% nel 2013). Il maggior valore della redditività operativa registrato a livello regionale risulterebbe essere ancora una volta strettamente connesso al processo di riconfigurazione della struttura produttiva¹⁰.

⁹ Acronimo di *Return on Investment*.

¹⁰ Questo dato confermerebbe quanto già espresso nella nota 8, ovvero l'ipotesi di una internalizzazione del processo produttivo da parte delle imprese industriali lombarde.

Passando all'analisi del ROE¹¹, il 2008 è l'anno che registra la redditività lorda inferiore rispetto all'intero periodo di analisi; va inoltre sottolineato che Milano nel biennio 2008-2009 mantiene dei livelli di redditività negativi. Il 2010 risulta essere l'anno della svolta: il ROE registra valori pari al 4,3% sia in Lombardia che a Milano, mantenendosi fino al 2013 su valori superiori nella città metropolitana rispetto alla regione nel suo complesso. Da un'analisi congiunta dei principali indicatori di redditività, si evince che durante gli anni di crisi le imprese lombarde hanno realizzato una migliore gestione dell'attività caratteristica dell'azienda mediante processi di ristrutturazione aziendale (il ROI nelle aziende lombarde risulta essere superiore rispetto a quelle milanesi in tutti i sei anni di analisi). Al contrario, a livello di redditività lorda, sebbene i valori registrati sembrano premiare le aziende lombarde durante il primo biennio di crisi, dal 2010 le imprese milanesi riportano valori nettamente superiori, ricompensate probabilmente da una buona gestione finanziaria. Sarebbe lecito presupporre che il settore industriale nell'area metropolitana sia stato favorito dalla presenza in città di un sistema finanziario più sviluppato, che ha permesso alle imprese milanesi una migliore diversificazione del debito. Il costo del debito finanziario, infatti, quale rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari, ha registrato un lieve calo tra il 2008 e il 2013: a Milano si è passati dal 5,8% al 4,5%, mentre in Lombardia lo stesso valore è diminuito di un punto percentuale¹². Il calo del costo del debito è ulteriormente influenzato, unitamente alla riduzione dei tassi sugli impieghi bancari, anche dal decremento del rapporto di indebitamento (una dinamica negativa del rapporto tra debiti totali e ammontare dei mezzi propri si riflette su un ulteriore calo del costo del debito finanziario). Durante i sei anni di crisi le imprese milanesi risultano più indebitate rispetto a quelle attive sulla regione. Questa condizione nel breve periodo non sembra costituire un elemento di criticità rispetto alla gestione aziendale dell'industria milanese, in quanto i valori del ROE, registrati a Milano a partire dal 2010, dimostrano una capacità di gestione finanziaria nel corso della crisi superiore rispetto a quella delle aziende lombarde. Tuttavia l'incremento del livello di indebitamento potrebbe generare conseguenze negative nel medio periodo, soprattutto laddove le imprese, in fase di ripresa, necessitassero di nuovi finanziamenti per nuovi investimenti. Il 2009 è l'anno di massimo indebitamento sia per Milano sia per la Lombardia (pari rispettivamente a 1,84% e 1,30%). Nel complesso, le imprese milanesi hanno ridotto il proprio rapporto di indebitamento nel corso dei sei anni di crisi, evidenziando un'adeguata capitalizzazione delle stesse: si è passati da un valore dell'1,74% nel 2008 all'1,68% nel 2013. L'industria lombarda, al contrario, è andata verso un progressivo peggioramento della propria situazione finanziaria riportando un lieve incremento dell'indicatore a fine 2013 (1,22% nel 2008, 1,23% nel 2013). Sebbene la teoria economica affermi che un maggior costo dell'indebitamento rispetto alla redditività operativa sia un segnale di minore redditività dell'investimento per i soci, si deve tenere conto della situazione economica attuale: in periodi di crisi le aziende sono meno propense all'investimento, e pertanto a un incremento della

¹¹ Acronimo di *Return on Equity*.

¹² Variazioni nel rapporto di indebitamento comportano un effetto moltiplicativo sul ROE. Il segno di tale effetto, positivo o negativo, viene determinato dal differenziale tra ROI e costo dell'indebitamento. Dato il costo dell'indebitamento, per valori del ROI superiori l'effetto di un incremento del capitale di terzi sul ROE avrà segno negativo. Per differenziale negativo (ROI minore del costo dell'indebitamento), l'effetto della leva finanziaria sul ROE sarà positivo.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

profittevolezza aziendale, a favore invece di una stabilità intertemporale, sottolineata da un incremento della disponibilità di cassa e della solidità patrimoniale.

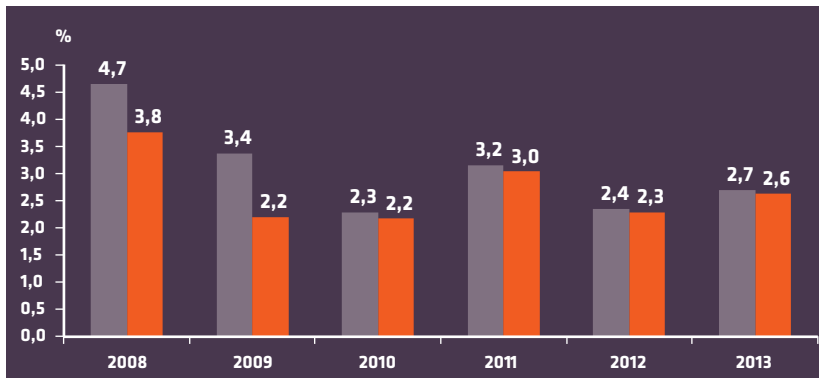


GRAFICO 5

Industria: andamento del ROI per area geografica

(anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

■ ROI Lombardia
■ ROI Milano



GRAFICO 6

Industria: andamento del ROE per area geografica

(anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

■ ROE Lombardia
■ ROE Milano

TABELLA 4 - Andamento dei principali indicatori finanziari del settore industria per area geografica
(anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

	Milano					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Debiti vs banche/debiti finanziari	40,80	40,80	36,80	34,50	32,60	35,60
Rapporto di indebitamento	1,74	1,84	1,75	1,77	1,80	1,68
Costo del debito	5,84	7,13	4,67	3,88	4,42	4,46
	Lombardia					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Debiti vs banche/debiti finanziari	55,20	54,60	52,30	51,00	49,90	49,20
Rapporto di indebitamento	1,22	1,30	1,28	1,32	1,28	1,23
Costo del debito	6,39	8,84	5,10	3,97	4,78	4,89

Per concludere, viene proposta un'analisi che mostra la correlazione tra la dinamica del fatturato, calcolata come variazione del fatturato a inizio e fine periodo (2008 *versus* 2013), e l'andamento registrato negli stessi anni per l'EBITDA e per il patrimonio netto. Questo raffronto è volto a misurare, in termini percentuali, quali imprese abbiano incrementato il capitale proprio, andando pertanto a ricapitalizzarsi. Per quanto concerne il settore industriale, il 40% delle aziende attive è riuscito a recuperare le perdite dovute alla crisi. I risultati riportati nella tabella 4 sono, in parte, coerenti con la letteratura economica: il 23,1% delle aziende milanesi e il 22,3% di quelle lombarde che presentano un incremento del fatturato a fine esercizio 2013 sono le stesse che manifestano una capacità di creazione di valore positiva, in quanto presentano un valore dell'EBITDA nel 2013 superiore rispetto allo stesso valore registrato nel 2008, e una patrimonializzazione della struttura finanziaria. Al contrario, del 45% di aziende con fatturato ed EBITDA in calo, quasi la metà (20%) è andata a incrementare il proprio capitale, segno questo di una volontà di 'resistere' nonostante la congiuntura sfavorevole.

TABELLA 5 – Industria: raffronto tra performance reddituali e patrimonio netto

(anno 2013 – valori percentuali)

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

	Milano			
	Patrimonio netto in crescita		Patrimonio netto in calo	
	EBITDA in crescita	EBITDA in calo	EBITDA in crescita	EBITDA in calo
Fatturato in crescita	22,3	8,0	4,8	4,6
Fatturato in calo	9,4	20,0	6,9	24,1
	Lombardia			
	Patrimonio netto in crescita		Patrimonio netto in calo	
	EBITDA in crescita	EBITDA in calo	EBITDA in crescita	EBITDA in calo
Fatturato in crescita	23,1	7,7	5,2	4,4
Fatturato in calo	9,2	19,4	6,8	24,2

SETTORE COMMERCIO

Il campione rappresentativo del settore commerciale è costituito da 20.313 aziende operanti nell'area lombarda (di cui 9.173 concentrate nella sola città metropolitana di Milano)¹³.

¹³ Va sottolineato che la realtà delle imprese commerciali qui analizzata rappresenta solo una parte minoritaria dell'universo di riferimento (19% delle imprese attive nell'area di Milano e il 15% delle aziende nell'area lombarda), in quanto le imprese del commercio sono per lo più società di persone e ditte individuali che, ricordiamo, non sono comprese nell'analisi proposta e a cui pertanto non possono intendersi riferiti i risultati ottenuti. Per la composizione del campione rimandiamo alla nota 3.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

Analizzando le principali voci di conto economico, osservate in un'ottica di creazione della ricchezza prodotta, si evince che l'andamento del fatturato e dell'EBITDA è costante sia a livello regionale sia a livello metropolitano. In particolare dopo il 2009, primo anno in cui i dati di bilancio registrano gli effetti della crisi, con una marcata decrescita delle due variabili che hanno segnato rispettivamente il -6,6% e -11,7% a Milano e -8,2% e un -15,0% in Lombardia, si evidenzia una parziale ripresa nel periodo compreso tra il 2010 e il 2011; ripresa che riesce a compensare le perdite degli anni precedenti, ma che di fatto viene vanificata dall'ulteriore crollo, iniziato nel 2011 e protrattosi fino al 2012.

Nel corso del 2013 si verifica un'inversione di tendenza, in quanto si registra un calo del fatturato inferiore rispetto all'anno precedente e variazioni positive per EBITDA e valore aggiunto. Nel complesso, le imprese commerciali sembrerebbero aver recuperato i valori pre-crisi. Emerge, inoltre, una migliore performance produttiva delle imprese milanesi rispetto a quelle lombarde, le quali a fine 2013 registrano un valore dell'EBITDA nettamente inferiore rispetto al 2008 (variazione 2008-2013 pari al -4,9%).

TABELLA 6 - Commercio: principali variabili di conto economico per area geografica

(anni 2008-2013 - 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 % 2013/2008
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Fatturato	120.030	112.137	122.783	127.549	124.243	121.892	1,6
Valore aggiunto	16.142	15.632	17.413	17.883	17.179	17.675	9,5
EBITDA	5.534	4.886	6.090	6.173	5.283	5.614	1,5
VA/Fatturato	13,5%	13,9%	14,2%	14,0%	13,8%	14,5%	
	Lombardia						
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Fatturato	175.411	161.046	177.064	185.802	180.429	177.107	1,0
Valore aggiunto	22.681	21.673	24.063	24.872	23.746	24.327	7,3
EBITDA	8.364	7.117	8.721	8.912	7.589	7.950	-4,9
VA/Fatturato	12,9%	13,5%	13,6%	13,4%	13,2%	13,7%	

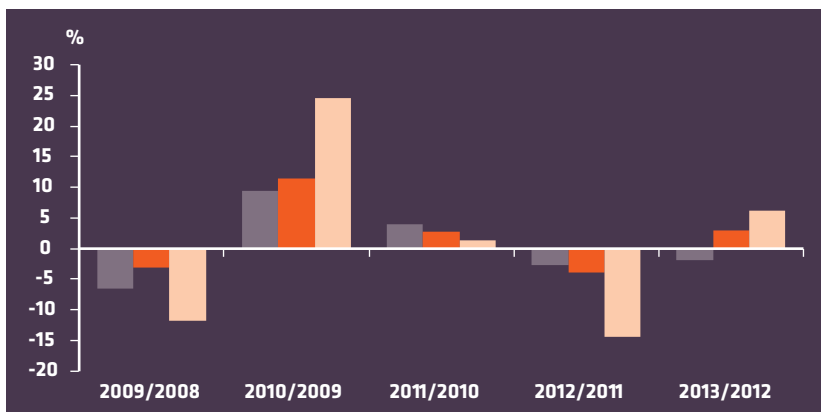


GRAFICO 7

Commercio: ricavi delle vendite, valore aggiunto ed EBITDA nella città metropolitana di Milano
(anni 2008-2013 - variazioni percentuali)

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

■ Ricavi di vendita
■ Valore aggiunto
■ EBITDA

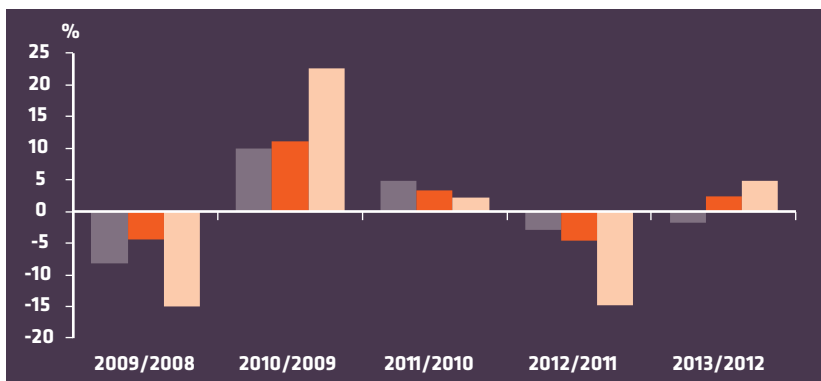


GRAFICO 8

Commercio: ricavi delle vendite, valore aggiunto ed EBITDA in Lombardia
(anni 2008-2013 - variazioni percentuali)

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

■ Ricavi di vendita
■ Valore aggiunto
■ EBITDA

Cambiando prospettiva e scomponendo il campione di riferimento in due sub-campioni che rappresentano rispettivamente le aziende che a fine esercizio hanno chiuso il bilancio in utile e quelle che hanno chiuso l'esercizio in perdita, si ottiene una serie storica di valori che fotografa appieno gli effetti generati dal protrarsi della crisi sulla struttura del settore. In coerenza con l'andamento evidenziato dal fatturato nel periodo 2008-2013 il numero di aziende in utile è calato a partire dal 2011. Come presentano i grafici 9 e 10, la variazione di imprese è andata a favore di un incremento delle imprese in perdita che sono passate per Milano da 2.754 nel 2008 a 3.295 nel 2013 e per la Lombardia da 5.868 nel 2008 a 7.133 nel 2013. Come accennato precedentemente, tale incremento rileva come a partire dal 2011 un'azienda su tre abbia chiuso l'esercizio in perdita, risultato preoccupante in termini di tenuta del settore.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio



GRAFICO 9
Commercio: numero di imprese con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale nella città metropolitana di Milano
 (anni 2008-2013 - valori assoluti e percentuali)
 Fonte: elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ N. di aziende in utile
 ■ N. di aziende in perdita
 ■ % aziende in perdita

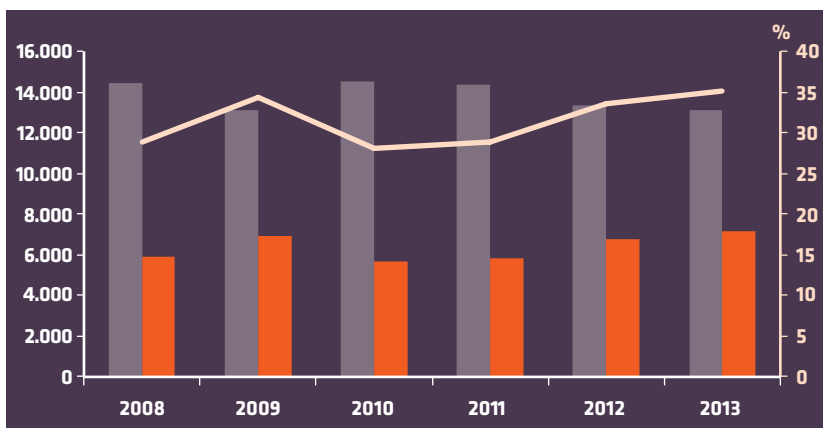


GRAFICO 10
Commercio: numero di imprese con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in Lombardia
 (anni 2008-2013 - valori assoluti e percentuali)
 Fonte: elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ N. di aziende in utile
 ■ N. di aziende in perdita
 ■ % aziende in perdita

Dati finanziari

Per quanto riguarda la gestione finanziaria non emergono differenze rilevanti tra l'area metropolitana milanese e la Lombardia. In entrambe le aree il valore della liquidità è cresciuto con tassi medi annui pari rispettivamente al 5,3% a Milano e al 5,6% in Lombardia. Tale comportamento 'prudente' testimonia probabilmente la risposta che le imprese hanno dato alla crisi di liquidità che ha caratterizzato l'economia mondiale a partire dal 2008. Al contrario, l'esposizione debitoria delle imprese commerciali nei confronti del sistema bancario è andata incrementandosi nei due anni maggiormente colpiti dalla recessione (2008 e 2011), mentre evidenzia una dinamica decrescente nei bienni 2009-2010 e 2012-2013. Nel complesso il tasso medio annuo di crescita dei debiti bancari registra valori del -3,6% a Milano e del -2,7% in Lombardia, mentre l'intero ammontare dei debiti finanziari è altresì calato, ma a un tasso medio inferiore (-2,6% a Milano e -1,8% in Lombardia) durante tutto il periodo di analisi.

Da un'analisi più approfondita di tali valori, e in particolare rapportando il totale dei debiti bancari con il totale dei debiti finanziari, si evince che il sistema bancario non rappresenta più la fonte di finanziamento privilegiata per questo settore, anche se ha mantenuto un peso rilevante nella struttura debitoria delle

imprese lombarde (37% a Milano e 46% in Lombardia). Il trend evidenziato sia dal debito bancario sia dai debiti finanziari in generale porta a due plausibili conclusioni: da un lato si potrebbe ipotizzare che nel corso della crisi le imprese commerciali abbiano preferito forme di finanziamento alternative al sistema bancario, dall'altro potrebbero essere state le stesse banche a limitare l'erogazione di prestito nei confronti del sistema imprenditoriale, riducendo così l'offerta di finanziamento.

Per quanto riguarda la struttura patrimoniale, sia nella città metropolitana sia nella regione, si nota un incremento della disponibilità dei mezzi propri; il patrimonio netto dal 2008 al 2013 è cresciuto del 14,3% a Milano e del 15,2% in Lombardia. L'analisi dei dati finanziari evidenzia quindi un probabile cambiamento nella strategia di finanziamento adottata dalle aziende commerciali, che hanno rafforzato la propria solidità finanziaria attraverso un lungo e costante processo di patrimonializzazione, finalizzato a incrementare la propria affidabilità quale preconditione necessaria per ottenere la concessione di prestiti da parte del sistema bancario, a seguito delle nuove disposizioni in materia creditizia introdotte da Basilea 3¹⁴.

TABELLA 7 – Commercio: principali variabili di stato patrimoniale per area geografica
(anni 2008-2013 – 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 % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo
	2008	2009	2010	2011	2012	2013		
Disponibilità liquide	3.412	3.975	4.015	4.191	4.372	4.413	29,3	5,3
Crediti a breve	33.555	32.309	35.395	35.843	34.019	34.044	1,5	0,3
Debiti a breve	45.537	44.410	46.667	47.562	45.139	44.022	-3,3	-0,7
Debiti vs banche	8.433	7.661	7.689	8.473	7.400	7.037	-16,5	-3,6
Debiti finanziari	21.713	21.271	21.969	22.026	21.043	19.017	-12,4	-2,6
Patrimonio netto	22.762	22.640	23.848	25.094	25.451	26.008	14,3	2,7
	Lombardia							
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo
	2008	2009	2010	2011	2012	2013		
Disponibilità liquide	5.476	6.230	6.403	6.634	6.837	7.200	31,5	5,6
Crediti a breve	47.531	45.960	50.115	51.516	49.152	49.143	3,4	0,7
Debiti a breve	65.864	63.572	66.656	69.154	65.847	64.570	-2,0	-0,4
Debiti vs banche	14.603	13.181	13.218	14.422	13.285	12.754	-12,7	-2,7
Debiti finanziari	30.032	29.142	29.764	30.294	29.861	27.395	-8,8	-1,8
Patrimonio netto	33.006	33.075	34.872	36.580	37.114	38.008	15,2	2,9

¹⁴ A tal proposito si rimanda alla nota 8.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

Focalizzando l'analisi sulle dinamiche intertemporali dei principali indicatori di bilancio, le imprese lombarde presentano una redditività maggiore rispetto alle stesse attive sul territorio milanese. Nel 2009 il ROI si è ridotto per entrambi gli insiemi di imprese, ma solo dal 2010 il differenziale tra imprese lombarde e milanesi inizia a diminuire, fino a registrare una differenza minima nel 2013. È evidente come le performance legate alla gestione caratteristica a partire dal 2008 tendano nel corso del tempo a uno stesso valore in entrambi i territori. Al contrario il ROE presenta una dinamica discontinua: il 2009 è l'anno in cui si registra la redditività minima, con valori negativi per le imprese milanesi. Dopo una successiva crescita nel 2010, a partire dal 2011 il valore del ROE è calato progressivamente sia nella regione sia nella provincia, mantenendosi su valori superiori in Lombardia.



GRAFICO 11
Commercio: andamento del ROI per area geografica

(anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

■ ROI Lombardia
■ ROI Milano

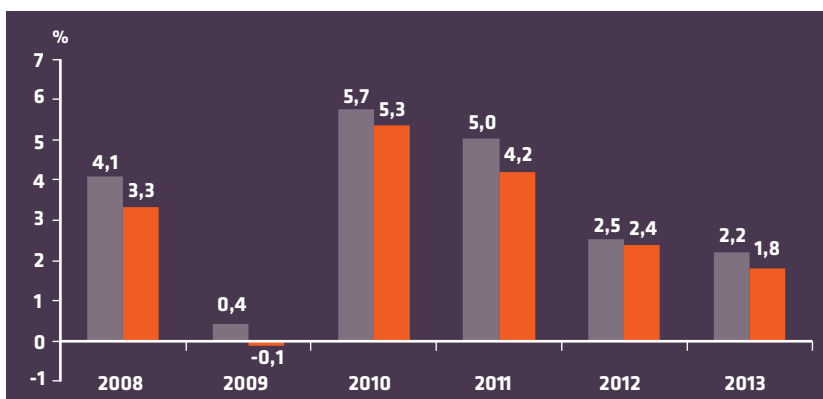


GRAFICO 12
Commercio: andamento del ROE per area geografica

(anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

■ ROE Lombardia
■ ROE Milano

Dai valori registrati in relazione al rapporto di indebitamento, le imprese commerciali attive nella regione risultano meno indebitate rispetto a quelle milanesi. Il 2008 è l'anno in cui si rileva il massimo livello di indebitamento del settore commerciale, con valori che evidenziano una struttura finanziaria non equilibrata (il rapporto di indebitamento nel 2008 è di poco inferiore al 2%, limite superiore identificativo di una struttura finanziaria squilibrata). A fine esercizio 2013 si presenta una struttura differente: il rapporto di indebitamento per Milano si assesta sull'1,27% mentre in Lombardia sull'1,25%, a evidenza di una modifica del rapporto debitorio più favorevole per entrambi i comparti. Anche il costo del

debito finanziario cala durante il periodo di analisi, in parte influenzato dalla dinamica decrescente del rapporto d'indebitamento, pur mantenendosi su valori superiori rispetto alla redditività operativa.

Si può pertanto concludere che il settore commerciale nel suo complesso sia stato caratterizzato nel corso della crisi da un processo di ricapitalizzazione e patrimonializzazione dalla struttura finanziaria, a supporto di una solidità e continuità del sistema imprenditoriale.

TABELLA 8 - Andamento dei principali indicatori finanziari del settore del commercio per area geografica (anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

	Milano					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Debiti vs banche/debiti finanziari	38,80	36,00	35,00	38,50	35,20	37,00
Rapporto di indebitamento	1,73	1,74	1,66	1,62	1,53	1,27
Costo del debito	5,33	6,16	4,41	3,41	3,97	4,24
	Lombardia					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Debiti vs banche/debiti finanziari	48,60	45,20	44,40	47,60	44,50	46,60
Rapporto di indebitamento	1,65	1,63	1,53	1,51	1,47	1,25
Costo del debito	5,98	7,03	4,94	3,87	4,41	4,82

Infine, viene proposta un'analisi mirata a raffrontare la dinamica di fatturato negli anni 2008-2013 con il trend positivo e/o negativo del margine operativo lordo e del patrimonio netto. Il campione di analisi è stato scomposto in due sotto-gruppi sulla base del differenziale dei valori del fatturato negli anni 2008 e 2013. Questa suddivisione è volta a valutare inizialmente quante aziende siano state in grado di coprire le perdite registrate nei sei anni di crisi. Secondariamente le due sotto-categorie sono state a loro volta divise sulla base di un incremento e/o decremento congiunto delle variabili EBITDA e patrimonio netto. Dai dati registrati (tabella 9) emerge che l'aumento del patrimonio netto ha coinvolto principalmente le aziende con performance di crescita durante il periodo considerato, evidenziando pertanto una correlazione diretta tra la dinamica economica positiva dell'azienda e la capacità della stessa di consolidare il grado di patrimonializzazione (22,9% in Lombardia e 23,3% a Milano). È inoltre da sottolineare come una certa percentuale di imprese, pur registrando un trend negativo in termini di fatturato e di EBITDA, sia comunque riuscita ad avviare un processo di patrimonializzazione a partire dal 2008. Questa tendenza contrastante dimostra come, pur in presenza di performance negative, alcune imprese abbiano risposto alla crisi consolidando la propria struttura patrimoniale.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

TABELLA 9 – Commercio: raffronto tra performance reddituali e patrimonio netto

(anno 2013 – valori percentuali)

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

	Milano			
	Patrimonio netto in crescita		Patrimonio netto in calo	
	EBITDA in crescita	EBITDA in calo	EBITDA in crescita	EBITDA in calo
Fatturato in crescita	23,3	9,2	4,4	5,1
Fatturato in calo	9,7	18,6	6,0	23,8
	Lombardia			
	Patrimonio netto in crescita		Patrimonio netto in calo	
	EBITDA in crescita	EBITDA in calo	EBITDA in crescita	EBITDA in calo
Fatturato in crescita	22,9	9,0	4,2	5,1
Fatturato in calo	9,8	19,8	5,8	23,5

SETTORE DEI SERVIZI

Il settore dei servizi viene rappresentato da un campione costituito da 63.920 aziende attive sull'intera regione e 32.052 aziende operanti nell'area di Milano. Il quadro che emerge da un'analisi delle principali variabili di conto economico mostra un settore fortemente colpito dalla crisi e che a fine 2013 non è stato ancora in grado di recuperare le perdite degli anni precedenti. A differenza degli altri settori in cui emerge una ripresa nel 2013, il settore dei servizi evidenzia un crollo dei principali valori inerenti la creazione della ricchezza, crollo iniziato nel 2011 e prolungatosi negli anni successivi (2012-2013). Questo trend trova una possibile giustificazione nelle diverse scelte strategiche, adottate dal settore industriale e commerciale in risposta alla crisi.

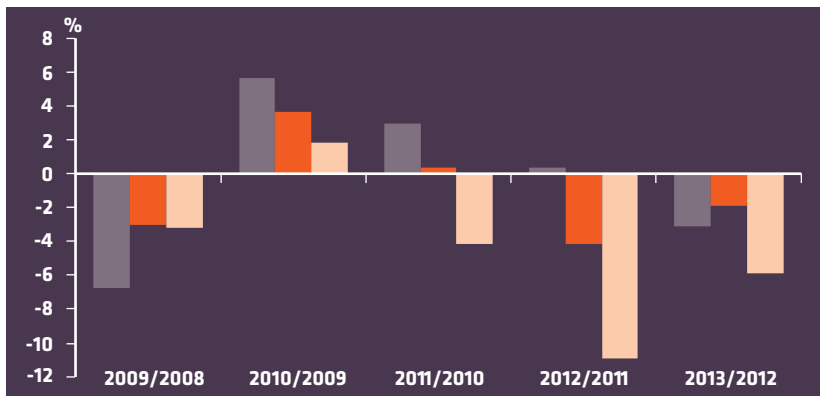
Fatturato, valore aggiunto ed EBITDA mostrano un trend simile nel corso dei sei anni considerati: a una prima fase di crescita con tassi di variazione positivi rispetto all'anno precedente, segue una seconda fase di crollo delle variabili considerate (2011-2013). Il dato più preoccupante riguarda l'EBITDA che ha registrato variazioni del -20,8% a Milano e del -20,3% in Lombardia, evidenziando una dinamica estremamente altalenante nel periodo di analisi. Il bilancio di questi sei anni mostra un saldo negativo per tutti gli indicatori di ricchezza: -1,4% e -0,8% il fatturato delle aziende milanesi e lombarde; -5,2% e -3,6% il loro valore aggiunto. I valori registrati evidenziano, pertanto, una difficoltà di recupero da parte del settore dei servizi che si è protratta, a differenza degli altri settori di analisi, nel triennio 2011-2013.

TABELLA 10 - Servizi: principali variabili di conto economico per area geografica

(anni 2008-2013 - valori assoluti in milioni di euro e valori percentuali)

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

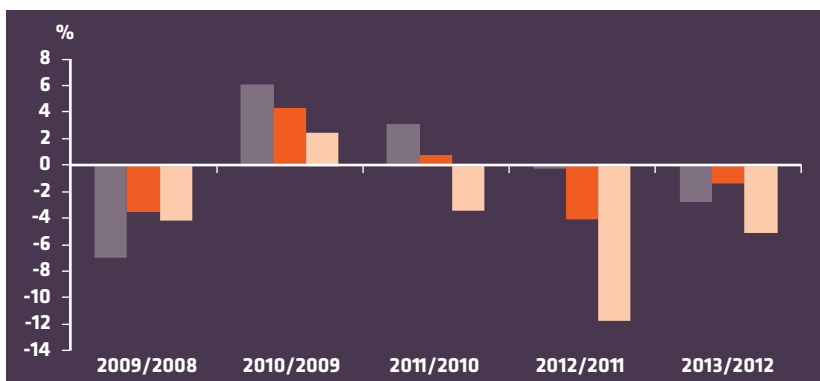
	Milano						
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Fatturato	126.718	118.142	124.827	128.545	128.959	124.950	-1,4
Valore aggiunto	46.231	44.830	46.486	46.647	44.701	43.850	-5,2
EBITDA	22.507	21.797	22.189	21.271	18.945	17.834	-20,8
VA/Fatturato	36,5%	38,0%	37,2%	36,3%	34,7%	35,1%	
	Lombardia						
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Fatturato	153.441	142.907	151.784	156.699	156.470	152.263	-0,8
Valore aggiunto	55.469	53.567	55.933	56.405	54.147	53.458	-3,6
EBITDA	26.030	24.973	25.614	24.747	21.866	20.760	-20,3
VA/Fatturato	36,2%	37,5%	36,9%	36,0%	34,6%	35,1%	

**GRAFICO 13****Servizi: ricavi delle vendite, valore aggiunto ed EBITDA nella città metropolitana di Milano**

(2008-2013 - variazioni percentuali)

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

■ Ricavi di vendita
 ■ Valore aggiunto
 ■ EBITDA

**GRAFICO 14****Servizi: ricavi delle vendite, valore aggiunto ed EBITDA in Lombardia**

(anni 2008-2013 - variazioni percentuali)

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

■ Ricavi di vendita
 ■ Valore aggiunto
 ■ EBITDA

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

L'analisi delle aziende che a fine esercizio hanno chiuso il bilancio in utile o in perdita conferma l'andamento altalenante evidenziato dai principali indicatori di conto economico. Milano e la Lombardia riportano entrambe un decremento delle imprese in perdita in concomitanza del trend positivo registrato dal settore nel triennio 2009-2011, e un successivo incremento delle stesse negli anni successivi. Nonostante il ruolo privilegiato delle imprese dei servizi milanesi, in termini di posizionamento sul territorio, le performance dei due insiemi di imprese tendono a uguagliarsi, con variazioni negative inferiori per il territorio regionale.

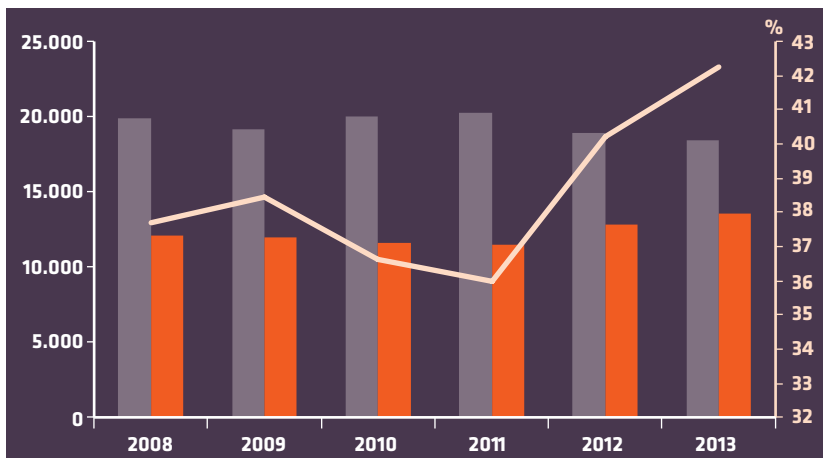


GRAFICO 15
Servizi: numero di imprese con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale nella città metropolitana di Milano

(anni 2008-2013 - valori assoluti e percentuali)

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

■ N. di aziende in utile
 ■ N. di aziende in perdita
 — % aziende in perdita

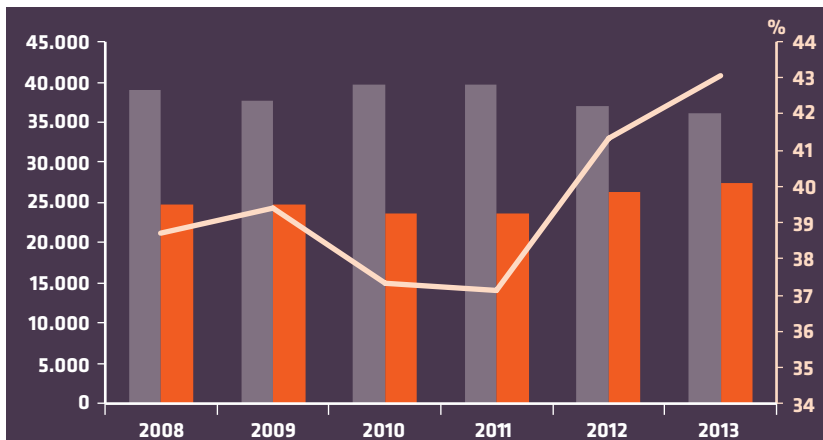


GRAFICO 16
Servizi: numero di imprese con bilancio in utile o in perdita al termine di ciascun anno e percentuale di imprese in perdita sul totale in Lombardia

(anni 2008-2013 - valori assoluti e percentuali)

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

■ N. di aziende in utile
 ■ N. di aziende in perdita
 — % aziende in perdita

Analisi intra-settoriale

Al fine di meglio comprendere il trend registrato nei sei anni di crisi dal settore dei servizi, si è provato a scomporre questo macro-settore, altamente disomogeneo al proprio interno, in quattro sottogruppi, secondo la classificazione OCSE: servizi tecnologici ad alto contenuto di conoscenza; servizi di mercato ad alto contenuto di conoscenza; servizi finanziari ad alto contenuto di conoscenza; altri servizi (tabella 11).

TABELLA 11 – Codici ATECO identificativi dei sottogruppi del settore servizi

Servizi tecnologici ad alto contenuto di conoscenza

H 53 – Servizi postali e attività di corriere

J 61 – Telecomunicazioni

J 62 – Produzione di software, consulenza informatica e attività connesse

J 63 – Attività dei servizi d'informazione e altri servizi informatici

M 69 – Attività legali e contabilità

M 70 – Attività di direzione aziendale e di consulenza gestionale

M 71 – Attività degli studi di architettura e d'ingegneria; collaudi ed analisi tecniche

M 72 – Ricerca scientifica e sviluppo

M 73 – Pubblicità e ricerche di mercato

M 74 – Altre attività professionali, scientifiche e tecniche

Servizi di mercato ad alto contenuto di conoscenza

L – Attività immobiliari

H 50 – Trasporto marittimo e per vie d'acqua

H 51 – Trasporto aereo

J 58 – Attività editoriali

J 59 – Attività di produzione cinematografica, di video e di programmi televisivi, di registrazioni musicali e sonore

J 60 – Attività di programmazione e trasmissione

N 77 – Attività di noleggio e leasing operativo

N 78 – Attività di ricerca, selezione, fornitura di personale

N 82 – Attività di supporto per le funzioni d'ufficio e altri servizi di supporto alle imprese

Servizi finanziari ad alto contenuto di conoscenza

K – Attività finanziarie e assicurative

Altri servizi

I – Attività dei servizi alloggio e ristorazione

H 49 – Trasporto terrestre e mediante condotte

N 79 – Attività dei servizi delle agenzie di viaggio, dei tour operator e servizi di prenotazione e attività connesse

H 52 – Magazzinaggio e attività di supporto ai trasporti

M 75 – Servizi veterinari

N 80 – Servizi di vigilanza e investigazione

N 81 – Attività di servizi per edifici e paesaggio

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

I primi dati così ottenuti testimoniano una distribuzione equivalente tra la città metropolitana e la regione nei diversi sottogruppi. La maggioranza delle aziende attive nel settore dei servizi appartiene ai servizi di mercato (il 52% delle aziende totali a Milano e il 56% in Lombardia); al contrario la componente numericamente meno consistente è rappresentata dai servizi finanziari, che costituiscono il 5% del campione in entrambe le aree analizzate. Per quanto concerne le altre due categorie, i servizi tecnologici costituiscono il 30% del campione complessivo mentre la divisione 'altri servizi' ne rappresenta il 13%.

Analizzando il contributo fornito ai due territori dai diversi sotto segmenti creati, si evince che il comparto 'altri servizi' diventa il settore preponderante: a Milano il 13% delle imprese (in termini di consistenza numerica) produce il 58,7% del valore aggiunto. Al contrario i servizi di mercato, pur rappresentando la maggioranza delle aziende attive nel settore, contribuiscono alla creazione della ricchezza settoriale con percentuali pari all'11,1% nella città metropolitana e al 9,6% nella regione.

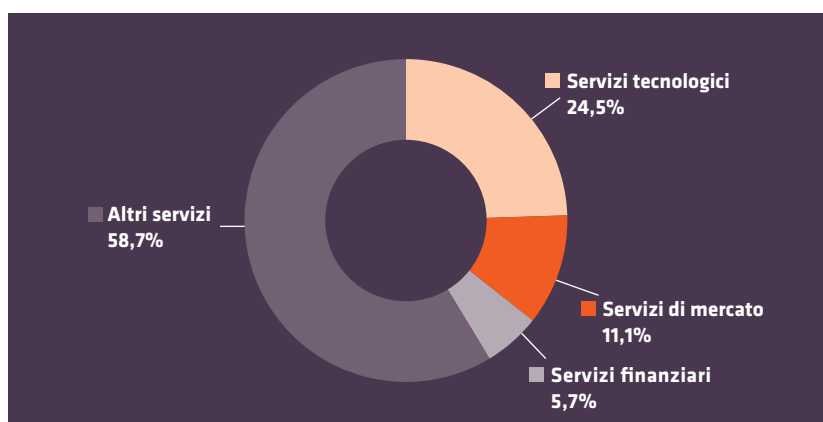


GRAFICO 17
Servizi: composizione del valore aggiunto per sottosegmento nell'area metropolitana di Milano

(anno 2013 - valori percentuali)

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

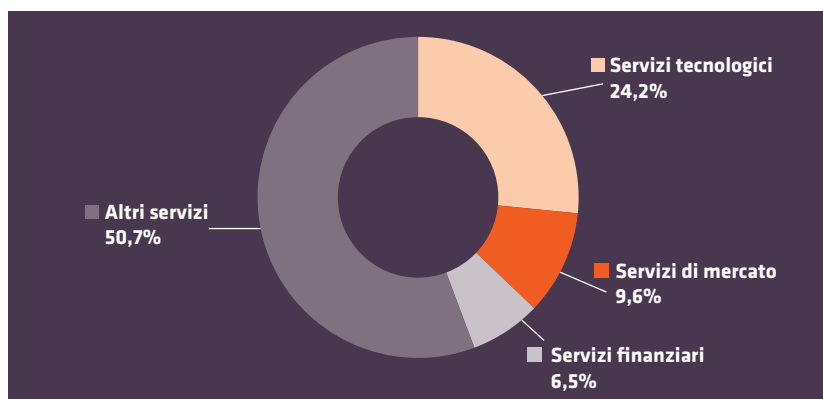


GRAFICO 18
Servizi: composizione del valore aggiunto per sottosegmento in Lombardia

(anno 2013 - valori percentuali)

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

Analizzando le singole voci di conto economico e le variazioni annue si evince una tendenza differente a livello provinciale e regionale. A Milano, il maggior contributo all'andamento positivo del settore, in termini di fatturato e di valore aggiunto, deriva dal comparto dei servizi finanziari, che nell'arco dei sei anni di

TABELLA 12 - Servizi: andamento del fatturato e del valore aggiunto per sotto settori e area geografica

(anni 2008-2013 - valori assoluti in euro e valori percentuali)

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

	MILANO								
	Fatturato								
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013			
Servizi tecnologici	278.701	288.256	299.547	307.050	293.474	272.800	-2,1	-0,4	
Servizi di mercato	90.000	96.787	99.629	101.507	95.984	90.402	0,5	0,1	
Servizi finanziari	84.737	100.000	100.000	104.980	97.116	95.884	13,2	2,5	
Altri servizi	584.477	599.133	629.554	658.350	655.750	628.852	7,6	1,5	
	Valore aggiunto								
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013			
	Servizi tecnologici	72.278	77.982	80.753	85.877	81.745	76.222	5,5	1,1
Servizi di mercato	37.964	38.168	38.189	39.323	32.653	29.105	-23,3	-5,2	
Servizi finanziari	15.254	20.781	17.336	21.313	17.025	19.157	25,6	4,7	
Altri servizi	169.289	177.994	191.317	201.838	203.847	193.707	14,4	2,7	
	LOMBARDIA								
	Fatturato								
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013			
Servizi tecnologici	253.950	260.000	271.110	277.504	264.643	247.912	-2,4	-0,5	
Servizi di mercato	71.003	76.363	79.480	81.475	76.053	71.526	0,7	0,2	
Servizi finanziari	90.110	102.862	99.538	105.223	94.058	90.838	0,8	0,2	
Altri servizi	493.198	509.993	534.350	560.529	553.868	528.315	7,1	1,4	
	Valore aggiunto								
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013			
	Servizi tecnologici	71.284	75.649	79.319	82.759	78.594	75.185	5,5	1,1
Servizi di mercato	33.296	33.030	32.559	33.424	28.275	25.054	-24,8	-5,5	
Servizi finanziari	18.894	23.535	21.257	25.293	18.717	18.916	0,1	0,0	
Altri servizi	147.726	154.316	167.541	176.204	174.086	164.519	11,4	2,2	

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

crisi ha registrato una variazione del fatturato pari al +13,2% e al +25,6% in termini di valore aggiunto. I servizi di mercato costituiscono la categoria dei servizi con la peggiore performance economica, registrando una variazione negativa del 23,3% del valore aggiunto ed evidenziando un andamento pressoché costante del fatturato (+0,5%). Infine, sempre nell'area milanese, emerge una buona performance dei servizi tecnologici, che, pur non riuscendo a tornare ai livelli pre-crisi in termini di fatturato (con una variazione del -2,1%) sono riusciti a ottenere un incremento del 5,5% del valore aggiunto rispetto ai valori registrati nel 2008, intervenendo presumibilmente sui costi di produzione. Non sorprende il fatto che, se a Milano, per il ruolo svolto da questa città, il maggior contributo derivi dai servizi finanziari, in Lombardia ruolo analogo viene svolto dal sottoinsieme 'altri servizi', che registra variazioni del +7,1% in termini di fatturato e del +11,4% del valore aggiunto. Analogamente alla città di Milano, a livello regionale i servizi di mercato risultano quelli maggiormente colpiti dalla crisi, mentre i servizi tecnologici evidenziano un'azione efficace sulla struttura dei costi con conseguente recupero in termini di valore aggiunto.

Pertanto, se il trend positivo nel periodo esaminato per il macro-settore dei servizi viene spiegato a livello provinciale dalle buone performance dei servizi finanziari e a livello regionale dalla divisione 'altri servizi', le performance negative derivano, per entrambe le aree, dai servizi di mercato, comparto duramente colpito dalla crisi attuale.

Dati finanziari

La tabella 13 mostra i principali cambiamenti avvenuti tra il 2008 e il 2013 nella struttura finanziaria e patrimoniale delle imprese dei servizi, esaminate al netto del comparto 'servizi finanziari ad alto contenuto di conoscenza'¹⁵, il cui core business, come noto, è incentrato sulla gestione delle variabili finanziarie. Da una prima fase di analisi è evidente come, a differenza degli altri due settori, la disponibilità di cassa abbia subito una rilevante variazione durante i sei anni di interesse; a Milano la disponibilità di liquidità è calata del 5,3% dal 2008 al 2013 mentre in Lombardia la stessa variabile ha subito una variazione del -3,6%. Questo non sembra avere inciso sulla capacità delle imprese dei servizi di far fronte agli impegni di breve periodo: sia nella città metropolitana sia nella regione i debiti a breve termine sono rimasti relativamente costanti nel corso dei sei anni di crisi (tasso medio annuo del -0,3% a Milano e 0% in Lombardia). Al contrario, il settore ha incrementato la propria posizione creditizia in termini di crediti a breve, che a livello regionale sono aumentati del 5,6% tra il 2008 e la fine del 2013, mentre nella città metropolitana del 4,5%. Il gap tra territorio regionale e ambito provinciale può essere spiegato attraverso una maggiore solidità patrimoniale che caratterizza le imprese lombarde rispetto a quelle milanesi; il patrimonio netto, infatti, registra un incremento a livello regionale pari

¹⁵ L'analisi finanziaria relativa al settore dei servizi è stata condotta su un campione costituito dai soli servizi tecnologici, servizi di mercato e altri servizi, in quanto non si è ritenuto opportuno includere nell'analisi i servizi finanziari. Essi, infatti, per la loro natura, presentano una coesione tra la gestione caratteristica e finanziaria dell'impresa, in quanto preposti allo svolgimento di quest'ultima.

al 2,5% mentre nella provincia lo stesso valore è calato dello 0,5% nei sei anni di analisi. Pertanto se le aziende lombarde hanno incrementato la propria solidità patrimoniale nel corso della crisi, quelle milanesi hanno registrato un valore del patrimonio netto a fine 2013 che quasi eguaglia il dato del 2008, valore che merita di essere monitorato almeno per il prossimo biennio.

Nel 2013 l'ammontare dei debiti verso le banche e dei debiti finanziari nel loro complesso registra un dato inferiore rispetto al 2008. In entrambe le aree di interesse i debiti finanziari evidenziano un calo superiore rispetto ai debiti verso le banche (i debiti finanziari sono calati del 5,5% a Milano e del 5,2% in Lombardia, mentre i debiti bancari sono calati rispettivamente dello 0,9% a Milano e del 3,9% in Lombardia), a evidenza di un minor ricorso a fonti di finanziamento alternative da parte di entrambi i comparti. I debiti bancari, infatti, pur non rappresentando la fonte di finanziamento privilegiata dal settore (il 26% a Milano e il 29% in Lombardia), nel corso dei sei anni di crisi hanno incrementato il loro peso sul totale dei debiti finanziari (a Milano i debiti bancari sul totale dei debiti finanziari hanno registrato un valore del 27,7% nel 2008 e 29,0% nel 2013, in Lombardia i dati risultano rispettivamente del 31,1% nel 2008 e del 31,5% nel 2013).

TABELLA 13 – Servizi: principali variabili di stato patrimoniale per area geografica

(anni 2008-2013 – 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 % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo
	2008	2009	2010	2011	2012	2013		
Disponibilità liquide	12.692	14.159	13.293	11.896	12.685	12.020	-5,3	-1,1
Crediti a breve	60.262	60.189	63.741	64.278	64.744	62.955	4,5	0,9
Debiti a breve	97.978	104.724	98.755	95.128	92.651	96.500	-1,5	-0,3
Debiti vs banche	29.209	30.253	24.369	24.366	29.365	28.946	-0,9	-0,2
Debiti finanziari	105.493	105.632	109.702	105.053	113.735	99.708	-5,5	-1,1
Patrimonio netto	129.967	135.900	144.144	131.960	127.907	129.386	-0,5	-0,1
	Lombardia							
	Valori assoluti						Variazioni % 2013/2008	Tasso di crescita medio annuo
	2008	2009	2010	2011	2012	2013		
Disponibilità liquide	16.273	17.495	16.611	15.259	16.230	15.688	-3,6	-0,7
Crediti a breve	71.719	71.214	75.584	76.577	77.261	75.733	5,6	1,1
Debiti a breve	120.139	127.336	121.976	119.146	116.636	120.127	0,0	0,0
Debiti vs banche	35.864	37.439	30.059	29.663	35.964	34.458	-3,9	-0,8
Debiti finanziari	115.492	116.340	118.581	113.765	124.455	109.550	-5,2	-1,1
Patrimonio netto	158.825	165.309	175.087	164.134	160.211	162.759	2,5	0,5

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

L'analisi della redditività operativa rileva un andamento decrescente del ROI, con un marcato crollo nel 2012. Pur evidenziando una performance gestionale migliore a Milano (a eccezione del 2009 che è l'anno di massima redditività per la Lombardia), il gap tra imprese regionali e imprese milanesi si è ridotto progressivamente, raggiungendo una convergenza dei risultati a fine 2013 (0,34 nel 2008, 0,15 nel 2013). Il dato preoccupante deriva dal ROE, il quale, dopo essersi mantenuto su valori positivi nel primo triennio di analisi, registra valori negativi in entrambi i territori studiati a partire dal 2011, l'anno in cui si evidenzia la redditività lorda minima (pari a -6,1 a Milano e -4,6 in Lombardia), mentre a fine 2013 si registra una relativa ripresa (il ROE a Milano è pari a -0,7 e -0,5 in Lombardia)¹⁶.

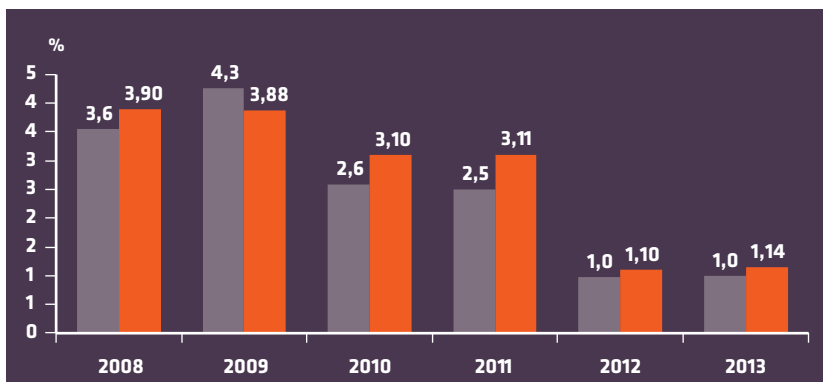


GRAFICO 19
Servizi: andamento del ROI per area geografica

(anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

■ ROI Lombardia
 ■ ROI Milano

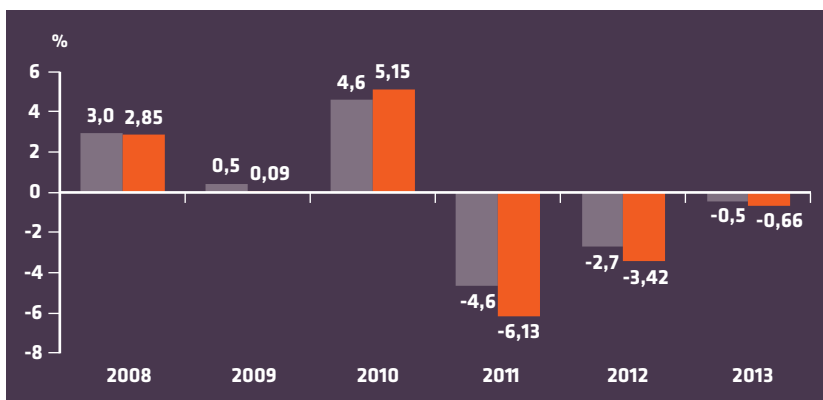


GRAFICO 20
Servizi: andamento del ROE per area geografica

(anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

■ ROE Lombardia
 ■ ROE Milano

I valori negativi registrati dal ROE possono essere spiegati, oltre che dal trend decrescente registrato dalla redditività operativa, anche dall'analisi di altri tre indicatori finanziari. Analizzando i dati nella tabella 14, sia il rapporto di indebitamento, quale rapporto tra i debiti totali e il patrimonio netto, sia il costo del debito finanziario sono cresciuti nel triennio 2010-2012 (a Milano si è passati da un valore del rapporto di indebitamento dello 0,96% nel 2010 all'1,11% nel 2012

¹⁶ Le dinamiche della redditività gestionale e della redditività lorda supportano le ipotesi precedentemente articolate in merito a una buona performance del settore nel primo triennio di analisi e a una caduta negli anni successivi. Il trend caratteristico del settore dei servizi, a livello sia reddituale sia finanziario, deriva probabilmente dalle scelte aziendali poste in essere dal settore dell'industria e del commercio.

mentre in Lombardia le variazioni sono state dello 0,85% e 0,97%). L'incremento della posizione debitoria delle imprese dei servizi, congiuntamente a un incremento del costo del debito, che si mantiene su valori superiori rispetto al ROI, ha avuto un effetto negativo sulla redditività lorda delle imprese che è calata drasticamente negli stessi anni.

TABELLA 14 - Andamento dei principali indicatori finanziari del settore dei servizi per area geografica (anni 2008-2013 - valori percentuali)

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

	Milano					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Debiti vs banche/debiti finanziari	27,70	28,60	22,20	23,20	25,80	29,00
Rapporto di indebitamento	1,01	0,98	0,96	1,02	1,11	0,92
Costo del debito	5,96	6,16	4,49	4,98	3,97	4,56
	Lombardia					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Debiti vs banche/debiti finanziari	31,10	32,20	25,40	26,10	28,90	31,50
Rapporto di indebitamento	0,91	0,89	0,85	0,89	0,97	0,81
Costo del debito	6,63	7,09	5,30	5,70	4,78	5,35

CONSIDERAZIONI FINALI

In queste pagine è stata realizzata un'analisi finalizzata a comprendere, *ex post*, gli effetti sulla struttura economico-finanziaria delle imprese lombarde e milanesi prodotti da una crisi durata sei lunghi anni¹⁷.

Le principali evidenze acquisite dalla riclassificazione dei macro aggregati ottenuti per i campioni di riferimento ci mostrano una struttura produttiva più resiliente, che ha saputo adattarsi allo shock iniziale verificatosi a fine 2008 - dopo il crack finanziario del colosso USA Lehman Brothers - e che a fine 2013, sta riportando i propri livelli produttivi e di fatturato ai livelli pre-crisi.

Ciò che ancora oggi non ci è dato sapere è se questi anni di crisi, oltre ad aver prodotto un diffuso processo di selezione e una pesante sequenza di ristrutturazioni in numerosi comparti del nostro tessuto produttivo, abbiano comportato anche quei cambiamenti positivi che consentiranno alle nostre imprese di agganciare la ripresa, che a inizio 2015 si sta timidamente affacciando sul nostro Paese¹⁸.

Alcuni cambiamenti strutturali lasciano intravedere buone prospettive: in tutti e tre i settori analizzati si evidenzia un processo di patrimonializzazione iniziato nel 2008 e prolungatosi fino al 2013, con un'unica eccezione per una parte del

¹⁷ L'analisi qui condotta in realtà si riferisce a soli cinque anni: dal 2009 al 2013, ultimo anno per cui, alla data di chiusura del presente Rapporto, sono disponibili i dati di bilancio.

¹⁸ A questo proposito si rinvia alle stime di crescita del PIL italiano e lombardo riportate nel capitolo 1 a cura di Ivan Izzo.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

settore dei servizi¹⁹ nell'area milanese. Questo rafforzamento della struttura patrimoniale, realizzato talvolta anche in presenza di risultati economici non particolarmente positivi, testimonia la volontà delle società analizzate di consolidare la propria posizione, in vista di quella possibile ripresa che non appare più così lontana. Analizzando le performance economiche, a fine 2013 due sono i settori che mostrano una parziale ripresa, evidenziata dal recupero delle perdite registrate a partire dal 2008: il settore industriale e il comparto del commercio, che chiudono l'esercizio 2013 con variazioni positive di fatturato e di valore aggiunto. I valori raggiunti per entrambe le variabili a fine 2013 risultano superiori rispetto a quelli registrati a fine 2008; inoltre, se da un lato il recupero di fatturato ci indica una ripresa effettiva del volume di attività di entrambi i settori, dall'altro il contestuale incremento della variabile valore aggiunto ci conferma che la dinamica espansiva è stata realizzata nel rispetto di una gestione efficiente delle risorse disponibili.

Se tale dinamica troverà conferma anche nei dati di bilancio relativi al 2014, sarà possibile affermare che il peggio della crisi è davvero passato e che si è finalmente conclusa quella lunga fase di risalita che ha riportato l'economia ai livelli pre-crisi. L'unico settore che a distanza di cinque anni si presenta ancora in affanno è quello dei servizi, che registra variazioni negative in termini di fatturato, valore aggiunto e margine operativo nel corso dei sei anni di analisi.

In particolare, le imprese dei servizi sembrano subire 'in ritardo' gli effetti della crisi, evidenziando una crescita nel triennio 2008-2010 e una caduta negli anni successivi. Anche in questo caso sarà necessario verificare con i dati relativi al 2014 se la mancata ripresa di questo settore discenda dal rapporto di forte correlazione esistente tra alcune tipologie di imprese presenti in questo comparto (tra le quali per esempio: le attività di ricerca, di selezione e formazione, di supporto per le attività d'ufficio) e la restante struttura produttiva dell'area milanese e lombarda, che in questi anni di crisi ha fortemente ridimensionato le attività 'esternalizzate', oppure se sia imputabile a una vera e propria crisi di settore, che richiederà un ripensamento e la definizione di nuove strategie per interi segmenti (quali per esempio editoria, comunicazione e pubblicità), colpiti dai processi di profondo mutamento in atto nel cosiddetto mondo 2.0, o infine se sia il risultato di entrambe queste componenti presenti in un comparto molto eterogeneo al suo interno. In conclusione, sicuramente le migliori performance ottenute dalle imprese dell'industria e del commercio derivano dai processi di ristrutturazione aziendale realizzati a partire dal 2009 e, purtroppo a oggi non ancora conclusi, che trovano evidenza empirica nel numero elevato di tavoli di crisi aziendale, come pure nel numero di ore di cassa integrazione autorizzate ogni trimestre, e ancor più nel numero di coloro che hanno perso il posto di lavoro in questi ultimi anni.

L'auspicio è che il processo di patrimonializzazione e di consolidamento compiuto in questi anni dal sistema delle imprese milanesi e lombarde, accompagnato dalla ripresa dei livelli di fatturato del comparto industriale e del commercio sopra descritti, stimoli una ripresa degli investimenti produttivi e insieme quella ripresa dei livelli occupazionali, che rappresenta il più solido volano per la crescita del Paese.

■ ¹⁹ ISTAT, «Fiducia dei consumatori e delle imprese», *Statistiche flash*, marzo 2015.