

CAMERA DI COMMERCIO *di Milano*

SERVIZIO STUDI

**STRUTTURA E PERFORMANCE DELLE IMPRESE MILANESI:
UNA LETTURA ATTRAVERSO I DATI DI BILANCIO**

(a cura di Ivan Izzo)

GENNAIO 2007

INDICE

GLI OBIETTIVI DELLA RICERCA	1
SINTESI DEI RISULTATI	1
PARTE SECONDA: L'ANALISI TECNICA	9
LA STRUTTURA ECONOMICA	10
<i>INDICI DI REDDITIVITÀ</i>	<i>13</i>
<i>LA REDDITIVITÀ DEI SETTORI E DELLE CLASSI DI FATTURATO</i>	<i>15</i>
LA STRUTTURA FINANZIARIA E PATRIMONIALE	24
<i>INDICI DI SOLIDITÀ E LIQUIDITÀ</i>	<i>26</i>
NOTA METODOLOGICA	31

GLI OBIETTIVI DELLA RICERCA

Uno degli ambiti più interessanti e proficui sui quali le Camere di Commercio provinciali sono impegnate per fornire informazioni esaurienti e approfondite dell'economia locale è certamente quello del monitoraggio del sistema delle imprese.

Gli studi che le Camere di Commercio effettuano periodicamente su tale sistema - oltre che attraverso i dati della demografia d'impresa e le rilevazioni congiunturali che trimestralmente vengono effettuate dagli Uffici Studi – possono essere utilmente arricchiti dalla presentazione dei risultati che emergono dai bilanci delle società registrate presso i Registri Imprese camerale, raccolti ed elaborati dal Centro Studi dell'Unioncamere, tramite il proprio Osservatorio sui bilanci delle società di capitale.

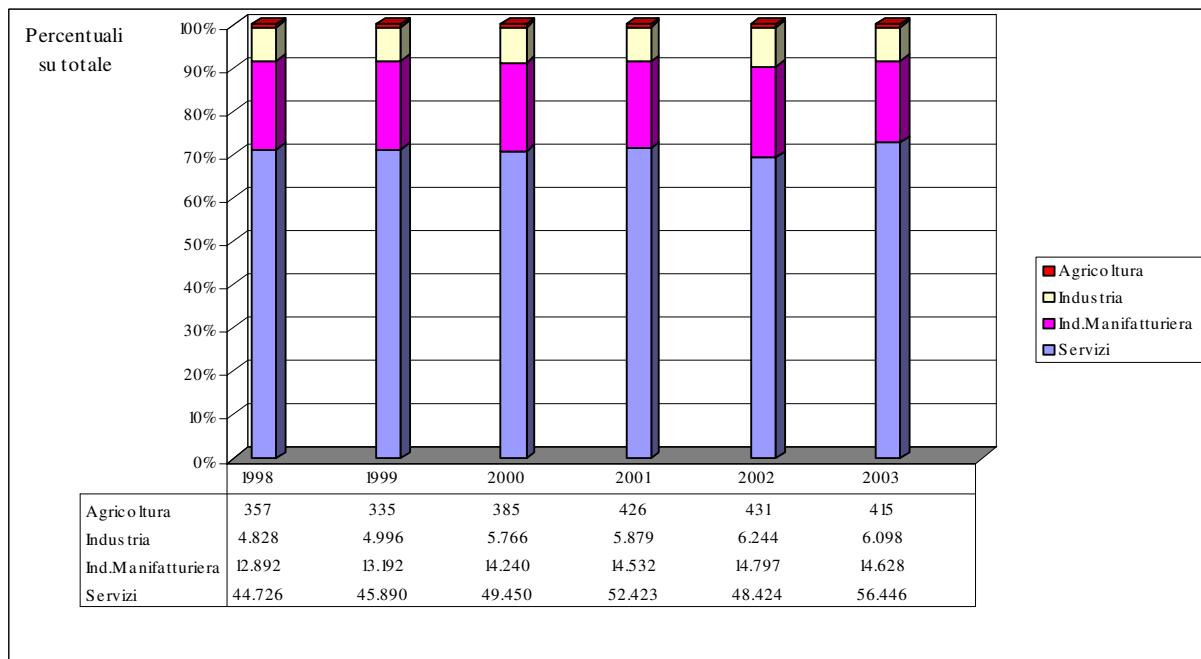
L'obiettivo dell'analisi è quindi quello di fornire una visione di sintesi e, ove possibile, di dettaglio, sulle dinamiche di sviluppo delle imprese locali, attraverso le fonti informative prodotte dall'universo delle società di capitale. I bilanci costituiscono di per sé un patrimonio conoscitivo importante che, se analizzato in misura adeguata, è in grado di rendere visibili i legami tra le strutture economiche, finanziarie e patrimoniali del sistema imprenditoriale.

Il tentativo di questo lavoro è proprio quello di tracciare un quadro di insieme della realtà imprenditoriale milanese, anche attraverso l'effettuazione di confronti territoriali e settoriali, mediante l'utilizzo sistematico dei dati e degli indicatori reddituali, finanziari e patrimoniali.

SINTESI DEI RISULTATI

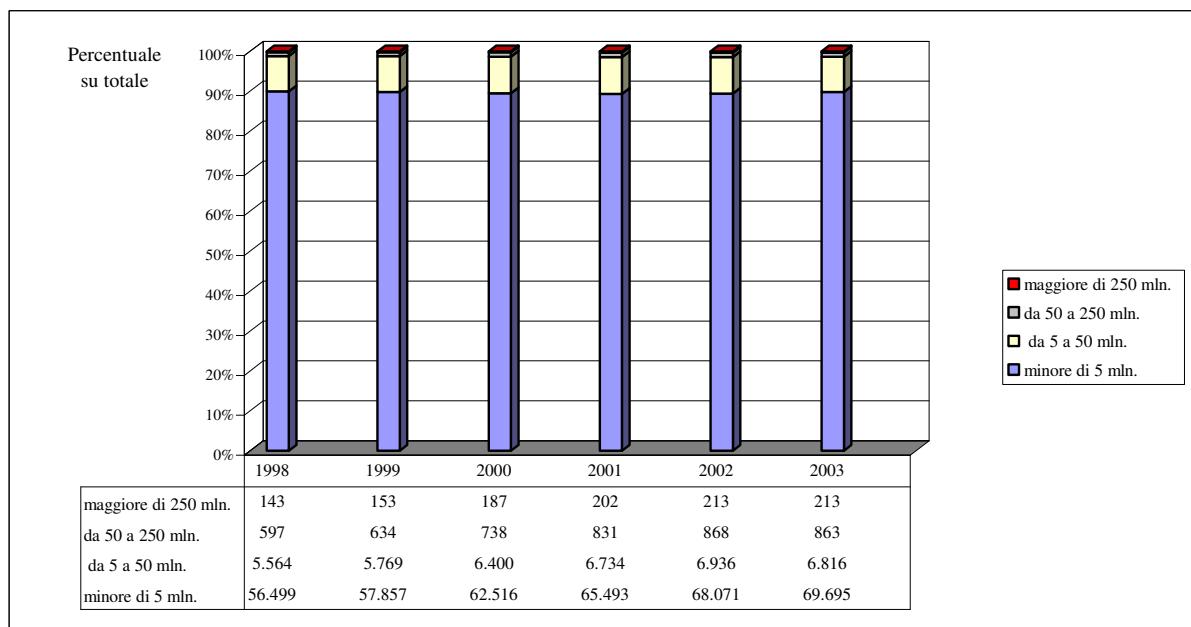
Prima di introdurre l'analisi dei principali risultati emersi dallo studio, è utile soffermarsi brevemente sulla trasformazione economica del tessuto imprenditoriale milanese. La prima osservazione che può essere fatta riguarda la decisa terziarizzazione dell'area milanese. Non è questa sicuramente la sede per richiamare i processi che si sono verificati nel corso degli ultimi decenni, tuttavia è da rimarcare l'incidenza settoriale pressoché stabile detenuta dai servizi (oltre il 70%) nei sei anni considerati, come anche la preponderanza di società di capitali con un fatturato inferiore ai cinque milioni di euro (oltre il 90% dell'intero universo) che esprimono una proxy della dimensione prevalente d'impresa, ossia di una realtà imprenditoriale di piccole dimensioni che però nell'area milanese è di portata più limitata rispetto al contesto nazionale (Graf.1 e Graf.2). Possiamo rilevare, infatti, che in ambito provinciale nell'anno 2003, ultimo anno disponibile, sono presenti oltre ottocento imprese che sviluppano un fatturato compreso tra i 50 e i 250 milioni di euro e oltre duecento aziende che supero i 250 milioni di ricavi lordi.

**Graf.1– Composizione per settore di attività economica delle società di capitale milanesi
(valori assoluti e peso percentuale). Anni 1998 – 2003**



Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

**Graf. 2 – Composizione per classe di fatturato delle società di capitali milanesi.
(valori assoluti e peso percentuale). Anni 1998 – 2003.**



Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

Si è ritenuto utile a questo punto – rovesciando la tradizionale partizione utilizzata nei lavori di questa natura – anticipare alcune riflessioni che sono scaturite dalle analisi puntuali sui bilanci delle società milanesi, letti con il supporto delle tre tipologie classiche degli indici di bilancio, vale a dire redditività, liquidità e solidità finanziaria; tale analisi forma l'oggetto della seconda parte del presente studio. A tale parte si rimandano i lettori interessati ad approfondire le tematiche legate agli aspetti finanziari della struttura e della dinamica imprenditoriale in provincia di Milano.

Una prima considerazione non può non sottolineare come – pur essendo lo scenario imprenditoriale milanese costituito principalmente da piccole e medie imprese – un nucleo assai significativo di grandi imprese, più numeroso rispetto alla media italiana, gioca un ruolo fondamentale nelle determinazione dei risultati economici e finanziari. Per una conferma di ciò è sufficiente vedere nel 2003 il loro impatto sulla struttura totale del fatturato (43%), piuttosto che sui margini di contribuzione forniti dal valore aggiunto (42%) e dal margine operativo lordo (52%), oltre che sul risultato operativo generato dalla gestione caratteristica d'impresa (54%). Del resto anche nella dimensione finanziaria i “numeri” sottolineano il peso delle imprese maggiori sia in termini di capitale investito (40,4%) che di fonti di finanziamento, sia a breve (38%) sia a medio-lungo termine (46,6%) sia interne all'impresa come patrimonio netto (39,6%).

Una seconda considerazione conferma sempre più Milano quale città di servizi; la terziarizzazione sempre più spinta della sua struttura imprenditoriale può essere desunta dal peso che le imprese di tale settore rivestono, ad esempio, sia in termini di fatturato (56%), che di valore aggiunto prodotto (58,5%), che di risultati gestionali conseguiti (61%). Si tratta di dati che si ritrovano in modo quasi speculare nell'ambito della struttura finanziaria delle imprese dell'area metropolitana, con dei trend in costante ascesa nel corso degli anni: apprendiamo così che i servizi milanesi rappresentano la maggior parte del capitale investito dal sistema imprenditoriale e che intercettano una larghissima quota delle fonti di finanziamento oltre a costituire l'asse portante della patrimonializzazione delle imprese.

L'impressione generale che si ricava è che ci troviamo di fronte ad un sistema imprenditoriale che complessivamente ha saputo reggere bene ai contraccolpi di un periodo caratterizzato dalla presenza al suo interno di un triennio difficile per l'economia, 2001 – 2003, riuscendo a gestire meglio l'incidenza del costo del lavoro sulla gestione d'impresa, e remunerando in misura adeguata il capitale di rischio aziendale, evidenziato da un peso percentuale medio sul valore aggiunto (29,5%) che è superiore, sia pure di poco, a quello registrato nell'area lombarda (29%) e nel contesto nazionale (28,7%). È una tesi che viene corroborata anche dall'analisi sia della redditività generale che della gestione, misurata dai rispettivi indici di bilancio (Roe e Roa), che rilevano nel complesso una performance superiore rispetto alla regione ed all'ambito nazionale. Tuttavia è anche vero che le dinamiche dell'ultimo triennio tendono a sottolineare un certo rallentamento, comune del resto anche alle altre aree geografiche considerate.

Passando alla dimensione finanziaria e all'analisi di bilancio ad essa collegata, è palese che il sistema degli indicatori adottati non è in grado di spiegare le ragioni della sottocapitalizzazione che restano comunque legate ai noti fattori riconducibili al nanismo dimensionale, alle sempre presenti resistenze della classe imprenditoriale all'ingresso nella compagnie aziendale di nuovi soci (merchant bank e fondi chiusi) e al cattivo rapporto tra banca e impresa.

L'analisi della struttura finanziaria e patrimoniale ha comunque evidenziato un'endemica fragilità di entrambe le componenti, riscontrabile sia attraverso la presenza di margini di struttura e di tesoreria negativi, sia dall'analisi delle fonti e degli impieghi finanziari. Il netto predominio delle fonti di finanziamento a breve rispetto a quelle a medio – lungo termine, sebbene nell'ultimo biennio il gap tenda a ridursi, suggerisce in un certo modo la presenza di una componente di fondo di incertezza di carattere temporale e di disallineamento tra investimenti programmati e fonti utilizzate. La manifesta incertezza nel pianificare coerentemente fonti e impieghi con gli obiettivi di carattere gestionale, riflette ancora una volta la scarsa importanza attribuita dalle imprese alla variabile finanziaria.

Se dovessimo sintetizzare la capacità di crescita delle imprese dell'area metropolitana milanese tra la fine degli anni novanta ed i primi anni del duemila, potremmo senz'altro evidenziare il buon livello di incremento del valore aggiunto, indice della capacità delle imprese di creare ricchezza nel territorio, del capitale investito, funzionale al consolidamento del business aziendale, oltre che del patrimonio netto, fonte principale dell'indipendenza finanziaria dell'impresa.

La visione di sintesi sullo stato di salute delle imprese milanesi e sulla loro capacità di crescita può essere ricavata dagli indici di sviluppo che esprimono le variazioni intervenute nelle voci più significative del conto economico e dello stato patrimoniale.

Gli indici generali contenuti nella tabella 1 esprimono uno scenario complessivamente positivo per le società di capitali milanesi ed un livello di performance che è superiore sia a quello lombardo che a quello nazionale.

In ambito dimensionale, la suddivisione per classe di fatturato (tab.2) mostra uno squilibrio tra le piccole e medie società di capitali e le grandi aziende; queste ultime infatti, con classi di fatturato elevato, presentano indici di sviluppo assai superiori.

A livello di settore economico (tab.3), quello dei servizi mostra una dinamica economica e finanziaria superiore alle analoghe imprese che operano in ambito regionale e nazionale, mentre l'industria nel suo complesso ed il comparto manifatturiero in particolare, mostrano indici di sviluppo inferiori nei confronti sia della Lombardia che dell'Italia.

L'analisi dettagliata degli indici generali di sviluppo rivela che, tra il 1998 e il 2003, il *fatturato netto* delle imprese milanesi è aumentato in misura analoga al valore medio della regione (rispettivamente +6,7% e +6,8%), anche se in entrambe le partizioni territoriali la media delle variazioni percentuali¹ è stata inferiore rispetto al dato generale del paese (+7,4%). Possiamo rilevare, tuttavia, che il valore medio dell'indicatore racchiude delle performance annuali assai differenti e variabili. In tutte le aree geografiche analizzate, la crescita del fatturato netto ha registrato una progressione a due cifre in corrispondenza dell'anno 2000, periodo in cui il prodotto interno lordo ha sperimentato un'espansione pari al 2,9%. Occorre segnalare, inoltre, che in ambito milanese il trend evidenziato dall'indicatore mostra un sentiero regressivo più pronunciato rispetto alla regione e al paese a causa della notevole variabilità delle performance tra i diversi anni. Il dettaglio delle variazioni annuali registra, infatti, un notevole aumento del fatturato netto nel 2000 (+17,7%), superiore di un punto e mezzo rispetto all'Italia e di sei decimi rispetto alla Lombardia, mentre le performance annuali successive, pur essendo positive, palesano una riduzione notevole della dinamica.

Il *valore aggiunto* prodotto, ossia la capacità dell'impresa di aggiungere valore ai beni materiali e ai servizi acquisiti dall'esterno, ha evidenziato una crescita media (+8,1%) di gran lunga superiore rispetto alla Lombardia (+7,2%) e all'Italia (+5,2%).

Possiamo utilizzare, pertanto, questo indicatore come un segnale della capacità dell'economia milanese di creare ricchezza oltre che di ampliare e consolidare il proprio business nel corso degli anni. Tuttavia occorre rilevare che la variazione media complessiva, particolarmente brillante, è dovuta principalmente agli ottimi risultati conseguiti nel biennio 2000 – 2001. Gli ultimi dati disponibili relativi al 2003 mostrano, infatti, una contrazione del valore aggiunto (-0,7%), simile per intensità al dato regionale, dovuta alla crescita insufficiente del fatturato netto (+0,9%) e all'aumento del costo dei servizi (+3,7%). Se osserviamo poi la scala dimensionale, definita dalle classi di fatturato, si rileva che il pronunciato calo del valore aggiunto è stato determinato da una sensibile flessione di esso nelle imprese di media e grande dimensione, con diminuzioni sempre più marcate al crescere della scala dimensionale (da -0,6% a -1,1%), mentre la realtà della piccola impresa si presenta dotata di maggiore vitalità (+1,6%).

Dal lato della struttura finanziaria, il totale delle *attività* ha manifestato una crescita media (+12,1%) superiore di un punto percentuale rispetto alla regione e di circa due nei confronti dell'Italia. Il dettaglio delle poste di bilancio che compongono l'aggregato contabile evidenzia una

¹ Ottenuta, dove non altrimenti indicato, come media delle variazioni tra i diversi anni oggetto dell'analisi.

progressione (+17,5% nel quinquennio) del valore medio delle immobilizzazioni in tutte le sue accezioni: materiali, immateriali e finanziarie; ciò è riconducibile in buona parte all'effetto di rivalutazione monetaria introdotto dalla legislazione nazionale nel biennio 2000 – 2001, periodo in cui l'attivo totale ha registrato una vera e propria espansione indotta (rispettivamente +25,2% e +24,6%).

Il *patrimonio netto*, che costituisce la fonte primaria di finanziamento interno dell'azienda, ha evidenziato una crescita media superiore di cinque decimi di punto (+12,8%) rispetto al dato espresso dalla regione e dall'Italia (+12,3% per entrambi). La dinamica delle variazioni annuali ha mostrato un aumento notevole nel biennio 2000 – 2001, ed una crescita quasi costante, nell'arco temporale considerato, di nuovo capitale sociale nell'attività aziendale. Il trend degli utili, pur evidenziando dei valori positivi, ha registrato a sua volta un andamento altalenante in termini relativi e di variazioni annuali.

Tab. 1 – Indici di sviluppo per area geografica. Anni 1998-2003 (variazioni percentuali medie)

Aree geografiche	Fatturato Netto	Valore Aggiunto	Attivo	Patrimonio Netto
Milano	6,8	8,1	12,1	12,8
Lombardia	6,7	7,2	11,1	12,4
Italia	7,4	5,9	10,2	12,3

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

L' analisi degli indici di sviluppo per *classe di fatturato* e area territoriale pone in evidenza un forte differenziale di crescita, in termini di media delle variazioni percentuali, sia tra Milano, la Lombardia e l'Italia che in ambito provinciale tra le diverse tipologie di imprese.

In ambito milanese si rileva la presenza di una "forbice" assai accentuata tra le performance delle imprese che sviluppano ricavi netti superiori a 50 milioni di euro e le aziende inserite nelle classi di ricavo inferiore (minore di 5 milioni, da 5 a 50 milioni), con un sensibile miglioramento delle dinamiche complessive al crescere della dimensione.

A livello di struttura economica e di singolo indicatore della gestione caratteristica d'impresa, osserviamo che per le tipologie imprenditoriali piccole e medie sia il *fatturato netto* (+4,5% e +4%) che il *valore aggiunto* prodotto (+4,5% e +4,7%) sono complessivamente inferiori, rispetto alle variazioni percentuali medie evidenziate dalle stesse in ambito regionale (+4,9% e +4,6% per il fatturato e +4,7% e +4,9% per il valore aggiunto) e nazionale (+6,1% e +5,3% per il fatturato e +6,4% e +5,4% per il valore aggiunto). Per quanto concerne le imprese incluse nelle classi di ricavo superiore, che convenzionalmente definiamo grande impresa, osserviamo che per le tipologie che sviluppano ricavi compresi tra 50 e 250 milioni, gli incrementi medi del fatturato (+8,5%) e del valore aggiunto (+10,3%) sono nettamente superiori alle performance evidenziate dagli stessi in Lombardia (+7,4% e +8,2%) ed Italia (+7,7 e +8%).

Invece, per le realtà imprenditoriali incluse nel range dimensionale oltre i 250 milioni di euro di fatturato, l'incremento medio dei ricavi netti (+8,6%), pur essendo inferiore al dato medio della regione (+9,4%) e del paese (+10,5%), riesce a generare un valore aggiunto della produzione (+11%) superiore al dato dell'Italia (+8%) e quasi simile alla grandezza espressa dalla Lombardia. Tuttavia, è da rilevare che, fermando l'attenzione in particolare sull'anno 2003, si è registrata in quasi tutte le classi di fatturato una flessione del valore aggiunto, dovuta alla crescita dei costi per le materie prime e per i servizi.

Tab. 2 - Indici di sviluppo per classe di fatturato e area geografica. Anni 1998-2003
 (variazioni percentuali medie)

Arearie Geografiche	Fatturato Netto	Valore Aggiunto	Attivo	Patrimonio Netto
<i>minore di 5 milioni di euro</i>				
Milano	4,5	4,5	8,7	14,5
Lombardia	4,9	4,7	9,1	14,0
Italia	6,1	6,4	8,6	12,4
<i>da 5 a 50 milioni di euro</i>				
Milano	4,0	4,7	6,6	8,2
Lombardia	4,6	4,9	6,8	8,9
Italia	5,3	5,4	8,7	11,7
<i>da 50 a 250 milioni di euro</i>				
Milano	8,5	10,3	16,5	16,4
Lombardia	7,4	8,2	13,3	13,5
Italia	7,7	8,0	13,8	20,3
<i>oltre 250 milioni di euro</i>				
Milano	8,6	11,0	16,2	14,0
Lombardia	9,4	11,2	16,3	14,4
Italia	10,5	4,9	11,3	10,3

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

Nell'ambito degli indicatori di natura finanziaria, le dinamiche si presentano con un andamento più variegato e complesso. Le variazioni medie dell'*attivo* – confrontate con quelle presenti a livello regionale e nazionale – registrano in generale un incremento maggiore al crescere delle classi di fatturato. Per le piccole imprese infatti (fino a 5 milioni di euro di fatturato) la crescita dell'*attivo* di bilancio è risultato quasi pari a quello regionale, ma inferiore a quello nazionale; per le imprese di media dimensione (da 5 a 50 milioni di euro di fatturato) il dato è al di sotto sia di quello lombardo che di quello dell'intero paese. Per le imprese di grande dimensione (con classe di fatturato tra 50 e 250 milioni di euro) va segnalato un differenziale di performance a favore dell'area milanese tra i due punti e mezzo e i tre punti percentuali nei riguardi rispettivamente dell'aumento nazionale e regionale. Per le imprese, infine, oltre i 250 milioni di euro di fatturato, lo spread tra Milano e l'Italia nel suo complesso sfiora i cinque punti (+ 16,2% per Milano e + 11,3% per l'Italia).

Per quanto concerne il *patrimonio netto*, la grandezza mostra una crescita diffusa, ma non omogenea in tutte le dimensioni di ricavo analizzate. In particolare, l'aumento maggiore dei mezzi propri è evidenziato dalle aziende con fatturato inferiore ai 5 milioni di euro. Il confronto tra aree territoriali registra, infatti, una progressione media delle piccole imprese della provincia di Milano (+14,5%) superiore di mezzo punto rispetto al dato regionale e di oltre due nei confronti dell'Italia. I dati forniti dall'Osservatorio di Unioncamere rilevano, nei sei anni analizzati, un aumento ascrivibile all'afflusso quasi costante di nuovo capitale sociale, ad eccezione della flessione del biennio 2001-2002.

Per le imprese rientranti nella classe di fatturato immediatamente superiore e che possiamo assimilare alla media impresa, le fonti di finanziamento interne, pur avendo registrato una crescita

media apprezzabile nel periodo considerato (+8,2%), presentano una performance decisamente inferiore a quella italiana (+11,7%); tale divario si riduce a solo sette decimi di punto se il confronto è operato rispetto alla Lombardia (+8,9%).

Per le imprese di dimensione maggiore occorre sottolineare la differenza di performance tra le due classi di fatturato che formano la macro categoria della grande impresa. Per le unità produttive che sviluppano un volume di fatturato compreso tra i 50 e i 250 milioni di euro, la crescita media del patrimonio netto (+16,4%) è quasi costante nell'arco temporale considerato, ad eccezione della netta flessione (-8,6%) del biennio 2002-2003, ed è caratterizzato da un trend in crescita del capitale sociale. Nell'ambito dei confronti territoriali osserviamo che la variazione media milanese si colloca ad un livello intermedio tra il dato lombardo (+13,5%) e l'incremento registrato in Italia (+20,3%). Per le aziende con fatturato superiore ai 250 milioni il periodo 1998-2003 è contraddistinto da un'ottima progressione dei mezzi propri aziendali (+14%) in linea con il dato lombardo (+14,4%) ed ampiamente al di sopra della crescita registrata in ambito nazionale (+10,3%). L'espansione che si è verificata a livello milanese è stata sospinta da nuovo capitale di rischio apportato all'interno delle imprese, il cui trend positivo si è palesato in modo costante lungo tutto il periodo considerato.

L'analisi per *settore di attività economica* rileva una tendenza alla crescita molto decisa per il settore dei *servizi*. Nell'ambito degli indicatori espressivi della struttura economica, è da segnalare l'ottimo andamento del *valore aggiunto* che sia a livello di dato medio di sintesi (+17,1%), con un differenziale positivo di circa otto punti rispetto al dato nazionale, che di trend delle variazioni annuali esprime una crescita più che soddisfacente. Per quanto concerne il *fatturato netto*, il dato della media delle variazioni (+9,9%), pur evidenziando una performance superiore all'analogico indicatore della Lombardia (+9,5%) e dell'Italia (+8,8%), è da ascrivere in modo quasi esclusivo all'ottima performance verificatasi nel 2001 (+19,1%). A livello di struttura finanziaria, sia l'*attivo* (+19,1%) che il *patrimonio netto* (+23,1%), evidenziano una media delle variazioni migliore rispetto alle aree territoriali di confronto. In particolare, il differenziale di performance tra l'area milanese e l'Italia evidenzia l'ottimo andamento settoriale della provincia rispetto ai corrispondenti dati nazionali, soprattutto in termini di variazione del patrimonio netto che registra un incremento superiore di sette punti circa rispetto alla media delle variazioni italiane (+16,2%).

Le performance del *settore industriale* e del comparto manifatturiero, invece, fotografano una situazione deficitaria rispetto al resto della regione e dell'Italia in generale. I dati medi del secondario pur evidenziando una positività degli indicatori, fatturato netto (+3,7%) e valore aggiunto (+0,8%), includono dei pericolosi trend discendenti di entrambe le grandezze. A partire dal 2001, si sono registrate, infatti, delle flessioni sintomatiche di un settore in fase di stagnazione e poco incidente sul piano economico provinciale.

Se consideriamo in particolare il comparto *manifatturiero*, osserviamo che oltre a registrarsi un debole aumento medio dei ricavi netti (+1,8%), inferiore al settore industriale globale, la ricchezza prodotta dalla gestione tipica delle imprese del comparto, misurata dal valore aggiunto, ha evidenziato una contrazione di tre decimi di punto, mentre l'indicatore ha esibito un aumento sia pure poco rilevante tanto a livello regionale (+1%) che in ambito nazionale (+2%). Il trend delle variazioni annuali evidenziato per l'industria è più circoscritto dal punto di vista temporale per il comparto manifatturiero, anni 2002 e 2003, ma registra delle flessioni molto più pesanti in termini quantitativi (-5,8% e -8% rispettivamente).

Nell'ambito della struttura finanziaria, il quadro generale dell'industria milanese si presenta, invece, caratterizzato da indicatori tra loro contrastanti. A livello settoriale la crescita media dell'*attivo* (+5,4%) e dei mezzi propri aziendali (+4,8%) ha registrato, nell'arco temporale considerato, una progressione accettabile, nonostante il pesante arretramento del 2003 (-12,1% e -10% rispettivamente) e l'inferiorità delle performance rispetto alle analoghe voci di bilancio della Lombardia e dell'Italia. Tuttavia, è in ambito manifatturiero che la dinamica degli indici di sviluppo finanziari mostra un trend insoddisfacente. È particolarmente preoccupante, infatti, la debole

crescita media sia del patrimonio netto (+0,5%) che dell'attivo di bilancio (+1,9%) espressione del capitale investito in azienda.

Tab. 3 - Indici di sviluppo per settore di attività economica e area geografica. Anni 1998-2003
(variazioni percentuali medie)

Areae geografiche	Fatturato Netto	Valore Aggiunto	Attivo	Patrimonio Netto
Industria				
Milano	3,7	0,8	5,4	4,8
Lombardia	4,2	2,0	6,0	6,4
Italia	6,2	3,3	6,5	8,9
Manifatturiero				
Milano	1,8	-0,3	1,9	0,5
Lombardia	2,6	1,0	3,5	3,3
Italia	3,4	2,0	3,9	4,3
Servizi				
Milano	9,9	17,1	19,1	23,1
Lombardia	9,5	15,5	17,4	21,3
Italia	8,8	9,2	14,1	16,2

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

PARTE SECONDA: L'ANALISI TECNICA

LA STRUTTURA ECONOMICA

Tra il 1998 ed il 2003, il conto economico aggregato delle società di capitali milanesi ha registrato un trend di crescita costante nella creazione di ricchezza.

La nostra analisi della gestione caratteristica d'impresa, ossia del ciclo produttivo legato al business aziendale, evidenzia che la grandezza economico-contabile del *valore aggiunto* è passata dai 60,7 miliardi del 1998 agli 89 miliardi di euro del 2003 (Tab. 2), corrispondente ad un aumento percentuale medio dell'8,1%.

Da questo margine di contribuzione fondamentale del conto economico possiamo rilevare nel corso degli anni come sono stati remunerati i fattori produttivi che gravitano sulla gestione generale dell'impresa: risorse umane, oneri finanziari e capitale proprio. Il valore aggiunto può essere calcolato, infatti, anche in via indiretta configurandosi come una sommatoria dei surplus di valore degli elementi che si aggiungono al costo delle materie. Da questa espressione si evince che, almeno idealmente, il valore aggiunto rappresenta quella parte del valore della produzione che può essere distribuita sotto forma di retribuzione ai dipendenti ed essere utilizzata per coprire oneri finanziari e garantire una remunerazione del capitale di rischio aziendale.

Tab. 4 - Conto economico aggregato delle società di capitali. Anni 1998–2003 (valori in migliaia di euro)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Media 98 -03
Fatturato netto	288.685.331	299.066.502	351.944.133	379.939.117	395.187.693	398.758.855	352.263.605
Variazione delle rimanenze di prodotti finiti	1.114.619	630.779	1.464.832	793.693	1.014.050	1.743.864	1.126.973
Costi capitalizzati	758.791	720.452	757.624	913.127	1.004.645	1.233.850	898.082
Ricavi diversi operativi	8.834.690	9.776.548	11.910.262	12.686.078	14.266.076	15.638.517	12.185.362
Valore della produzione	299.393.432	310.194.282	366.076.850	394.332.016	411.472.463	417.375.085	366.474.021
Acquisti	150.569.921	163.383.701	197.007.704	193.441.636	201.151.460	204.685.988	185.040.069
Servizi	80.954.227	78.214.725	93.053.343	109.123.803	111.765.090	115.857.253	98.161.407
Costi diversi d'esercizio	7.597.475	6.484.439	7.262.101	8.375.852	8.973.939	8.397.160	7.848.494
Variazione delle rimanenze di materie prime	-473.832	-1.328.521	-2.456.200	-837.161	-47.175	-579.713	
Valore aggiunto	60.745.640	63.439.938	71.209.902	84.227.885	89.629.149	89.014.397	76.377.819
Costo del lavoro	35.965.163	37.641.352	41.545.662	47.684.941	50.188.860	51.032.637	44.009.769
Margine operativo lordo	24.780.477	25.798.586	29.664.240	36.542.944	39.440.289	37.981.760	32.368.049
Ammortamenti e svalutazioni	11.193.997	11.773.561	15.227.821	19.086.988	21.142.686	21.750.499	16.695.925
Risultato operativo	13.586.481	14.025.025	14.436.419	17.455.956	18.297.603	16.231.261	15.672.124
Saldo proventi e oneri finanziari	7.666	626.502	3.872.386	2.679.038	2.681.072	815.601	1.780.378
Proventi finanziari	6.525.020	6.693.491	12.584.666	14.265.545	14.042.901	12.785.043	11.149.445
Oneri finanziari	6.517.354	6.066.989	8.712.280	11.586.507	11.361.829	11.969.443	9.369.067
Risultato corrente	13.594.147	14.651.527	18.308.805	20.134.994	20.978.675	17.046.862	17.452.502
Saldo rettifiche valore attività finanziarie	-1.927.227	-1.750.737	-2.670.552	-4.768.852	-5.788.245	-4.277.612	-3.530.538
Saldo proventi e oneri straordinari	3.794.549	4.806.891	5.870.896	480.513	-3.926.877	1.895.809	2.153.630
Proventi straordinari	5.848.495	7.653.553	9.566.394	8.755.649	9.424.561	9.729.765	8.496.403
Oneri straordinari	2.053.946	2.846.662	3.695.497	8.275.136	13.351.439	7.833.956	6.342.773
Risultato d'esercizio prima delle imposte	15.461.468	17.707.681	21.509.149	15.846.655	11.263.554	14.665.058	16.075.594
Imposte sul reddito	8.086.225	8.517.661	10.639.389	9.624.524	9.295.055	8.309.938	9.078.799
Risultato d'esercizio	7.375.243	9.190.020	10.869.760	6.222.131	1.968.498	6.355.120	6.996.795

Il segno (-) indica un accumulo di scorte mentre il segno (+) un aumento del magazzino

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

Nell'area milanese, secondo i dati di Unioncamere, l'incidenza del costo del lavoro sul valore aggiunto ha mostrato un trend di progressivo rallentamento, passando dal 60,6% di inizio periodo al 58,8% nel 2003. Per quanto concerne gli oneri finanziari che misurano la remunerazione del capitale di credito, il peso percentuale è aumentato in misura quasi costante fino a raggiungere il 12,7% del valore aggiunto totale, mentre la redditività del capitale proprio ha registrato un andamento altalenante, oscillando tra il 30,7% della fine degli anni '90 e il 29,5% del 2003.

Il confronto territoriale con la regione e l'Italia, effettuato attraverso un'analisi della distribuzione percentuale dei valori medi del valore aggiunto (Tab. 3), ci consente di affermare che il sistema imprenditoriale milanese è riuscito a contenere la remunerazione delle risorse umane (59,3%) in misura maggiore rispetto alla Lombardia e all'Italia (rispettivamente 60,3% e 60,7%). Ciò ha permesso di far fronte da un lato al peso crescente degli oneri finanziari (11,1%), mediamente superiori in termini percentuali sia rispetto alla regione (10,8%) che al paese (10,6%), e dall'altro ha garantito una migliore redditività del capitale proprio (29,5%) rispetto ai valori medi evidenziati a livello regionale (29%) e nazionale (28,7%).

Tab. 5 - Distribuzione del valore aggiunto: Milano, Lombardia e Italia. Anni 1998-2003
(valori medi percentuali)

	Milano	Lombardia	Italia
Costo del lavoro	59,3%	60,3%	60,7%
Oneri finanziari	11,1%	10,8%	10,6%
Capitale proprio	29,5%	29,0%	28,7%

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale

Il secondo margine di contribuzione che esaminiamo, il *margine operativo lordo*, esprime la capacità dell'impresa di coprire con i ricavi commerciali (detti anche d'esercizio perché relativi ad un solo anno di gestione) il costo degli investimenti. Attraverso questa grandezza contabile siamo in grado di ottenere una prima valutazione sull'efficienza aziendale della gestione tipica che nell'area milanese si mantiene su di un livello complessivamente positivo (+9,3% la variazione media 1998-2003). La dinamica dell'indicatore mostra una rilevante progressione nel triennio 1999-2001, (passando da +4,1% a +23,2%), mentre il trend subisce uno smorzamento nel 2002 (+7,9%) ed una flessione nel 2003 (-3,5%).

Nonostante il peso crescente sul margine operativo lordo degli ammortamenti (dal 45,2% del 1998 al 57,3% del 2003) l'entità numeraria riesce a coprire abbondantemente nel corso degli anni le quote di svalutazione delle immobilizzazioni (materiali, immateriali e finanziarie) di pertinenza dei singoli esercizi. Il risultato finale che ne deriva ossia il *risultato operativo* della gestione caratteristica si mantiene su valori positivi nel corso del periodo analizzato (+4,3%).

Relativamente ai risultati netti conseguiti dalle imprese, nel periodo analizzato il conto economico aggregato delle società di capitali milanesi ha sempre evidenziato un *utile di esercizio*. Nell'arco temporale considerato il valore medio dei profitti netti di impresa si è collocato ad un livello corrispondente a 6,9 miliardi di euro.

Possiamo suddividere l'intervallo temporale analizzato in due trienni in cui la dinamica complessiva è stata caratterizzata da un trend differente. Tra il 1998 ed il 2000, gli utili di esercizio hanno mostrato una crescita costante, passando in valore assoluto dai 7,3 miliardi del 1998 ai 10,3 miliardi del 2000, corrispondente ad una crescita media del 21,3%. Nella seconda parte del periodo analizzato, la dinamica ha subito, invece, un rallentamento, particolarmente evidente nel 2002 quando gli utili si sono fermati a 1,9 miliardi. Secondo gli ultimi dati disponibili, riferibili all'anno

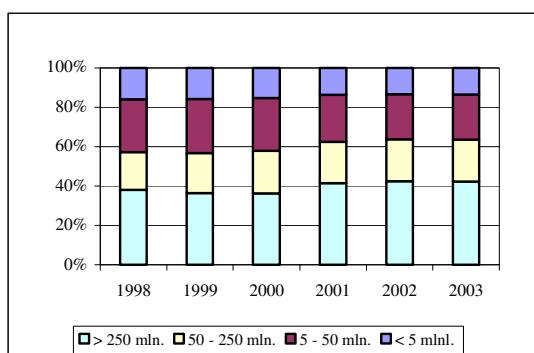
2003, l'utile netto è aumentato fino a 6,3 miliardi di euro, riportandosi ad un livello simile a quello del 2001.

Prescindendo dai fattori legati alle fasi del ciclo economico, la determinante esclusiva della crescita frenata deve essere ricercata nella legislazione fiscale². I risultati netti d'impresa sono stati influenzati in senso negativo da un aumento dell'incidenza degli ammortamenti sul fatturato netto derivante dall'applicazione e dall'utilizzo di due leggi di rivalutazione monetaria delle immobilizzazioni. Per effetto di queste nuove norme fiscali, il peso percentuale degli ammortamenti sulla voce primaria dei ricavi monetari è passata dal 4% del triennio 1998-2000 al 5,3% del periodo 2001-2003 ottenendo come effetto contabile finale la compressione dell'utile netto.

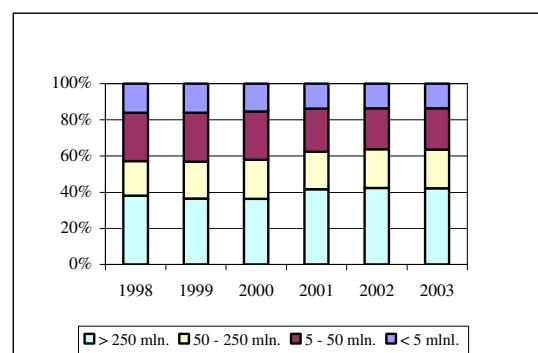
Relativamente alle principali grandezze che derivano dal conto economico aggregato e al contributo da parte delle singole classi di fatturato alla loro formazione, possiamo rilevare che sono le imprese con fatturato superiore ai 250 milioni di euro che forniscono l'apporto maggiore alle performance economiche del sistema imprenditoriale milanese, sia in termini di fatturato netto che di valore aggiunto, che di margine operativo lordo e risultato operativo.

La composizione percentuale delle diverse grandezze economiche evidenzia la forte influenza da parte delle grandi imprese di capitale sui risultati complessivi. In base agli ultimi dati disponibili, riferibili al 2003, la tipologia delle imprese con fatturato superiore ai 250 milioni di euro, pur rappresentando una quota ampiamente minoritaria dell'universo monitorato, è in grado di sviluppare il 43% del fatturato netto, il 42,3% del valore aggiunto, il 52,3% del margine operativo lordo e circa il 54% del risultato operativo complessivamente prodotto dalle società di capitali della provincia di Milano (Graf.3, 3a, 3b, 3c).

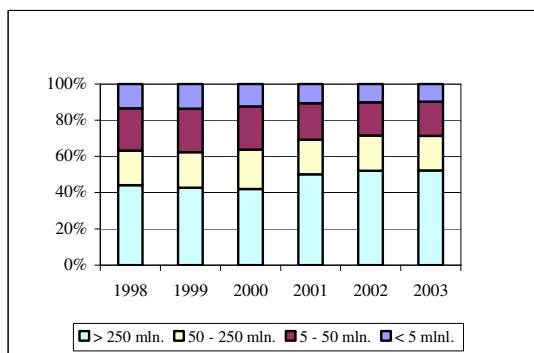
Graf. 3
Fatturato Netto – composizione % per classe di fatturato



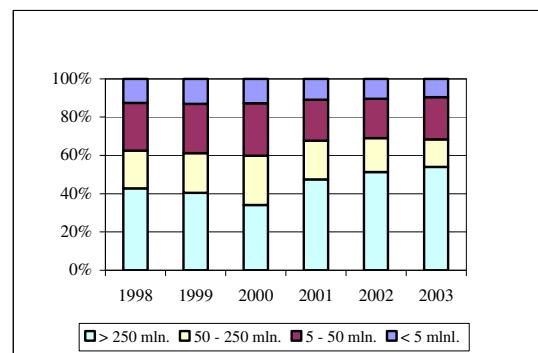
Graf. 3a
Valore Aggiunto – composizione % per classe di fatturato



Graf. 3b
Margine Operativo Lordo – composizione % per classe di fatturato



Graf. 3c
Risultato Operativo – composizione % per classe di fatturato



Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitali, 2005

² Le leggi n. 342 del 2000 e n. 448 del 2001 hanno consentito di rivalutare su base volontaria le immobilizzazioni materiali, immateriali e le partecipazioni sociali.

A livello settoriale, la struttura e la composizione del conto economico riflette in misura massiccia il fenomeno della terziarizzazione dell'economia milanese, per cui siamo in grado di osservare negli anni la progressiva affermazione dei servizi ed il parallelo decadimento del settore industriale e del comparto manifatturiero in particolare. In particolare nel triennio 2000-2003 si assiste ad una formidabile progressione del settore che vede aumentare in misura considerevole la sua incidenza sui risultati economici complessi della provincia. Vale la pena di sottolineare, con riferimento al 2003 e attraverso le grandezze ricavabili dal conto economico dei settori, il peso percentuale che i servizi rivestono nella gestione caratteristica dell'“azienda Milano”: 56,2% del fatturato netto, 57,3% del valore aggiunto, 58,5% del margine operativo lordo e 60,9% del risultato operativo della gestione caratteristica.

INDICI DI REDDITIVITÀ

Restando nell'ambito dei confronti temporali e territoriali operati con la regione e l'Italia, le imprese milanesi registrano un andamento della redditività complessiva, misurata attraverso l'indicatore di redditività del capitale proprio, Roe³, decisamente migliore rispetto alle altre due aree territoriali di confronto, mentre a livello di redditività ed efficienza della gestione caratteristica, misurata attraverso il Roa⁴, il dato milanese è prossimo al dato regionale e nazionale (Tab.4).

Il Roe (return on equity), che misura la redditività dei mezzi propri aziendali per effetto della gestione e rappresenta quindi il livello di rendimento del capitale di rischio, mostra per Milano una dinamica estremamente positiva, il valore percentuale medio dell'indicatore rileva, infatti, una redditività (+6,4%) superiore di quasi due punti rispetto al dato nazionale (+4,6%), mentre è circoscritto a tre decimi nei confronti della Lombardia. L'esame dei differenziali di performance tra la provincia di Milano, la Lombardia e l'Italia ci permette di osservare che durante i sei anni analizzati il divario medio tra l'area milanese e la regione si è progressivamente ridotto fino quasi ad annullarsi nel 2003 (0,3%), mentre nei confronti dell'Italia il gap, pur essendo diminuito, si mantiene ancora su di un livello medio alquanto alto (1,7%).

L'esame dettagliato per singolo anno consente di scindere l'arco temporale in due sub periodi caratterizzati da trend diversi. Nel corso del triennio 1998 – 2000 il differenziale di rendimento tra l'area milanese e la regione si è stabilizzato sui sette decimi di punto, mentre tra Milano e l'Italia il divario di performance pur riducendosi si è comunque mantenuto intorno ai tre punti. L'anno di cesura è rappresentato, invece, dal 2001 in cui i divari tra le tre aree si sono completamente annullati. Nel periodo successivo, tra il 2002 ed il 2003, la dinamica ha evidenziato un'inversione di tendenza che ha determinato nel 2002 una performance quasi analoga tra il Roe milanese e quello italiano (+1,3% e +1%), mentre è stata ampiamente inferiore rispetto alla variazione registrata in Lombardia (+2,2%). Nell'anno successivo, invece, il differenziale di redditività dell'area milanese (+4,1%) è migliorato di tre decimi di punto rispetto alla Lombardia (+3,8%) e di oltre un punto nei confronti dell'Italia (+3,2%).

Il secondo indice di bilancio utilizzato, il Roa (return on assets), misura, invece, l'economicità e l'efficienza della gestione caratteristica attraverso la redditività delle attività finanziarie investite dal sistema imprenditoriale. Diversamente da quanto osservato in precedenza, il differenziale medio di performance tra l'area metropolitana milanese e l'Italia è ridotto a pochi decimi di punto (+4% rispetto al +3,6% del totale Italia), mentre nei confronti della regione (+4,1%) è addirittura inferiore di un decimo. L'esame temporale della redditività delle attività finanziarie mostra, infatti, un gap negativo tra Milano e la Lombardia che si è mantenuto costante nel corso degli anni evidenziando una migliore redditività media della regione.

³ ROE: Risultato d'esercizio/(Patrimonio netto-Risultato d'esercizio)

⁴ ROA: Margine Operativo Netto/Totale attivo tangibile (Totale attivo - Immobilizzazioni immateriali)

Tab. 6 - Indici di redditività netta complessiva. Anni 1998–2003 (valori percentuali)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Media 98-03
ROE (Return on Equity)							
Milano	8,8	10,5	9,4	4,0	1,3	4,1	6,4
Lombardia	8,1	9,6	8,7	4,0	2,2	3,8	6,1
Italia	5,2	7,7	6,6	4,0	1,0	3,2	4,6
ROA (Return on Assets)							
Milano	4,6	4,6	3,8	3,7	3,8	3,3	4,0
Lombardia	4,8	4,6	4,0	3,9	4,0	3,4	4,1
Italia	3,7	3,8	3,8	3,5	3,4	3,0	3,6

Fonte: Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

La dicotomia tra le performance esibite dai due indici ed i trend differenti che hanno caratterizzato la redditività globale e della gestione tipica d'azienda per la provincia di Milano può essere utilmente indagata utilizzando lo schema DuPont di scomposizione del Roe, attraverso il quale sono evidenziate le relazioni di tipo economico e finanziario che hanno determinato la redditività globale. Il Roe, infatti, pur rappresentando una misura sintetica della redditività non considera in maniera adeguata le singole componenti di reddito che hanno condotto alla determinazione del risultato finale della gestione e soprattutto non evidenzia l'influenza che tali elementi hanno esercitato sul segno del risultato. Si può verificare quindi che l'utile d'esercizio scaturisca dalla somma algebrica tra un risultato operativo negativo ed un saldo positivo delle altre gestioni oppure che la perdita d'esercizio sia stata determinata dalla notevole incidenza del fattore fiscale.

Il Roe è così scomposto, secondo un modello moltiplicativo, in tre indicatori di bilancio: il Roa, che esprime la gestione caratteristica; la leva finanziaria, rappresentata dal rapporto di indebitamento tra attivo e capitale netto e che funge da moltiplicatore della redditività degli impieghi; l'incidenza del risultato netto sul risultato operativo, espressione della gestione extra caratteristica. In merito a quest'ultimo indicatore occorre rilevare che nello schema di calcolo e di determinazione del risultato netto di esercizio si aggiungono, attraverso alcuni passaggi algebrici, i risultati netti della gestione finanziaria e straordinaria, mentre si sottraggono le imposte di esercizio. Nel caso in cui il rapporto è superiore all'unità vi è una prevalenza dei proventi extra caratteristici rispetto agli oneri, nel caso in cui il quoziente è inferiore ad uno vi sarà una prevalenza degli oneri rispetto ai proventi.

Tab. 7 – Scomposizione del Roe. Anni 1998–2003

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Leva finanziaria</i>	3,5	3,5	3,3	3,0	3,2	3,2
ROA (%)	4,6	4,6	3,8	3,7	3,8	3,3
<i>Rotazione attività</i>	0,97	0,97	0,92	0,81	0,83	0,81
<i>Return on sales (Ros)</i>	0,05	0,05	0,04	0,05	0,05	0,04
<i>Grado di erosione Reddito Operativo</i>	0,54	0,66	0,75	0,36	0,11	0,39
ROE (%)	8,8	10,5	9,4	4,0	1,3	4,1

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

Innanzitutto osserviamo che il Roa è stato scomposto in un prodotto formato dall'indicatore relativo alla redditività delle vendite, Ros⁵, che indica la quota di reddito operativo guadagnato su ogni euro fatturato, e dal tasso di rotazione delle attività finanziarie⁶ che mostra, invece, la velocità di rotazione del capitale investito in relazione alle vendite, costituendo pertanto una misura di valutazione della produttività del fatturato realizzato attraverso gli impegni finanziari. Durante l'arco temporale considerato si è rilevato un trend calante del Roa determinato, in costanza della redditività delle vendite, da una marcata diminuzione della rotazione del capitale investito che ha in ultima analisi inciso sull'efficienza e sulle performance della gestione tipica delle imprese.

Un secondo aspetto qualificante del differenziale tra l'indicatore di redditività globale e gestionale deve essere ricercato nell'effetto di leva finanziaria e dall'incidenza della gestione extra caratteristica sull'utile netto d'impresa. Possiamo osservare che complessivamente nel corso del triennio 1998-2000 il ricorso al rapporto di indebitamento tra attivo e capitale netto, pur essendo quantitativamente elevato è stato alquanto neutrale nello sviluppo del Roe, mentre l'indicatore ha subito in misura notevole l'influenza delle gestioni accessorie non caratteristiche, finanziaria, straordinaria e tributaria dell'attività aziendale. Ciò è estremamente palese soprattutto nel periodo '98-'99 in cui l'aumento della redditività globale è ascrivibile alla sola gestione extra caratteristica. L'aumento dell'indicatore, determinato da una prevalenza dei proventi, ha contribuito, infatti, a ridurre gli effetti negativi dell'incidenza delle gestioni accessorie sull'attività tipica d'impresa.

Tale processo ha subito delle modificazioni sostanziali nel triennio successivo. L'effetto di leva finanziaria, espresso dal rapporto di indebitamento, ha mostrato un trend di progressivo aumento, mentre è diminuita anche la redditività gestionale, misurata dal Roa. L'effetto negativo della gestione extra caratteristica si è accentuato, palesando una prevalenza degli oneri rispetto ai proventi non afferenti all'attività tipica d'impresa. Il risultato finale che ne è derivato, e che ha inciso sia sul segno che sulla dinamica del Roe, è stato di una diminuzione della redditività globale nel secondo triennio. Il trend discendente è stato quindi determinato sia da una diminuzione di redditività della gestione tipica aziendale sia dal venir meno dei risultati positivi della gestione extra caratteristica.

LA REDDITITIVITÀ DEI SETTORI E DELLE CLASSI DI FATTURATO

L'analisi per settore di attività economica, evidenzia tra il 1998 ed il 2003 un andamento degli indicatori espressivi della redditività globale, Roe, e della gestione tipica d'impresa, Roa, che può essere scomposto da un punto di vista temporale in due trienni e utilmente confrontato a livello territoriale con le analoghe grandezze della Lombardia e dell'Italia. Presentiamo quindi le performance dei macro settori dell'economia milanese: industria, manifatturiero e servizi, ed i confronti operati sia tra i settori che tra l'area milanese e le aree geografiche di benchmark.

A livello generale osserviamo che nel primo triennio, in termini di redditività globale misurata dal Roe, vi è una netta prevalenza del settore *industriale*, sia rispetto al comparto manifatturiero che nei confronti dei servizi. Il dettaglio per anno, rappresentato nella tabella 6, evidenzia un trend del settore secondario caratterizzato da ottime performance, soprattutto nel biennio 1998-1999 (+10,8% e +13,6%) in cui si evidenzia un netto sentiero di crescita che rallenta relativamente nell'anno 2000 (+10,2%).

Il trend subisce un'inversione, invece, nel corso del periodo 2001-2003. In questo arco temporale, è il *terziario*, ad evidenziare nella media delle variazioni del triennio, una migliore redditività complessiva (+3,8%) sia nei confronti dell'industria (+2,1%) che del manifatturiero (+1,1%).

La situazione osservata mediante il Roe si ripropone quasi con le stesse modalità attraverso l'indicatore espressivo della gestione tipica d'impresa, il Roa. Osserviamo, sempre nel periodo 1998-2000, un predominio dell'industria, soprattutto nei confronti del settore dei servizi. Il gap per

⁵ROS (Return On Sales): Risultato Operativo/Fatturato Netto

⁶Tasso di rotazione attività: Fatturato Netto/(Attivo – Immobilizzazioni immateriali)

il terziario si riduce, invece, nel secondo triennio quando la redditività della gestione caratteristica dei tre settori analizzati, servizi, industria e manifatturiero, si colloca ad un livello similare (+3,8%, +3,4% e +3,6% nella media delle variazioni del triennio).

La scomposizione del Roe nelle sue componenti economiche e finanziarie evidenzia le divergenze e le affinità che caratterizzano i diversi settori che analizziamo. Innanzitutto, osserviamo che sia per l'industria che per il ramo manifatturiero, la redditività complessiva data dal Roe è influenzata dal risultato delle gestioni non afferenti il ciclo produttivo, come dimostra l'aumento di circa tre punti della redditività globale nel biennio '98-'99.

Nel corso degli anni, a partire dal 2000, l'incidenza degli oneri e proventi della gestione extra caratteristica sul risultato netto ha evidenziato un trend discendente nell'industria (dal 61% del 1998 al 23% nel 2000) e soprattutto nel ramo manifatturiero (dal 63% a -0,1% nel medesimo periodo). Simmetricamente, la dinamica del rendimento gestionale valutata attraverso il Roa, ha mostrato un andamento regressivo determinato da un calo della redditività operativa delle vendite, misurata dal Ros, e ciò si è verificato sia nel settore secondario (dal 6% del 1998 al 4% del 2003) sia nell'ambito della produzione manifatturiera (dal 4% al 3%). Il tasso di rotazione delle attività, che fornisce indicazioni sull'efficienza e produttività del capitale investito e rappresenta il secondo dei quozienti algebrici in cui si scompone il Roa, non ha manifestato un aumento apprezzabile nel settore industriale, mentre in ambito manifatturiero non è stato in grado di incidere sul livello del Roa. Il risultato finale che ne è scaturito è di una progressiva riduzione della redditività del capitale proprio investito nelle aziende di produzione.

Tab. 8 - Scomposizione del Roe per settore di attività economica. Anni 1998–2003 (valori percentuali)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
INDUSTRIA						
<i>Leva finanziaria</i>	3,33	3,33	3,14	3,11	3,09	3,06
Roa (%)	5,3	5,3	4,4	3,8	3,1	3,3
<i>Rotazione Attività</i>	0,94	0,94	0,94	0,91	0,85	0,91
<i>Ros</i>	0,06	0,06	0,05	0,04	0,04	0,04
<i>Grado Erosione Risultato Operativo</i>	0,61	0,76	0,73	0,21	0,19	0,23
Roe (%)	10,8	13,6	10,2	2,5	1,8	2,3
MANIFATTURIERO						
<i>Leva finanziaria</i>	3,13	3,16	3,29	3,08	3,00	2,98
Roa (%)	4,4	4,4	4,8	4,0	3,6	3,2
<i>Rotazione Attività</i>	1,04	1,04	1,07	1,04	1,00	1,07
<i>Ros</i>	0,04	0,04	0,05	0,04	0,04	0,03
<i>Grado Erosione Risultato Operativo</i>	0,63	0,65	0,76	0,14	0,16	-0,01
Roe (%)	8,8	8,9	12,0	1,7	1,7	-0,1
SERVIZI						
<i>Leva finanziaria</i>	3,81	3,77	3,50	2,95	3,24	3,34
Roa (%)	3,7	3,7	3,1	3,6	4,4	3,3
<i>Rotazione Attività</i>	1,01	1,01	0,91	0,73	0,81	0,74
<i>Ros</i>	0,04	0,04	0,03	0,05	0,05	0,04
<i>Grado Erosione Risultato Operativo</i>	0,44	0,47	0,79	0,47	0,06	0,50
Roe (%)	6,2	6,6	8,4	5,1	0,9	5,4

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

Procedendo nell'esame dettagliato per settori, possiamo rilevare che il comparto dell'*industria manifatturiera* non registra nel corso del primo triennio le performance reddituali del macro settore di appartenenza, pur seguendo il settore secondario nel suo sentiero di crescita. Il Roe dell'industria in senso stretto si mantiene pertanto su livelli ampiamente positivi nel biennio '98-'99, (rispettivamente +8,8% e +8,9%), ma è sotto dimensionato rispetto al rendimento del capitale proprio dell'industria, mentre cresce considerevolmente nell'anno 2000 (+12%). La redditività del manifatturiero subisce, invece, una drastica riduzione nel corso del secondo periodo analizzato. Tra il 2000 ed il 2003, infatti, il differenziale negativo tra i due settori registra un ulteriore ampliamento che raggiunge l'apice nel 2003 quando il Roe del manifatturiero diventa negativo, mentre la redditività netta globale del settore industriale è ancora ampiamente positiva (+2,3%).

Il confronto tra i rendimenti dei due settori è, invece, più equilibrato se consideriamo l'indicatore afferente alla gestione dell'attività tipica d'azienda, il Roa. L'andamento complessivo dei due rami d'attività economica è, infatti, simile; la gestione caratteristica del ramo manifatturiero mostra un trend decisamente positivo (4,4% nel primo biennio e 4,8% nel 2000). Nel corso del secondo triennio, pur registrandosi una riduzione costante della redditività aziendale (dal +4% del 2001 al +3,2% del 2003), la performance si mantiene su livelli positivi e superiori al Roa del macro settore di appartenenza.

Nell'ambito del settore industriale, possiamo rilevare che il ramo delle *costruzioni* presenta nei sei anni analizzati un andamento del Roe che è nel complesso negativo nei primi tre anni analizzati. La disamina dettagliata per singolo anno mostra una redditività negativa sia nel 1998 (-5,9%) che nel 2000 (-3,1%), mentre nel 1999 (+1,9%) si rileva un valore ampiamente inferiore rispetto all'analogia grandezza espressa dal secondario nel suo complesso. Anche la redditività della gestione tipica, misurata attraverso il Roa, appare ampiamente sottodimensionata (+1,5% nel primo biennio e +1,8% nel 2000) rispetto all'analogia grandezza del settore industriale. Una crescita effettiva della redditività generale si ha solo nel biennio 2002-2003. In questo periodo, la performance delle costruzioni beneficia di un miglioramento del Roa di tre decimi (dal 2,3% al 3%) determinato da un recupero di efficienza nella rotazione del capitale investito e dal decisivo apporto da parte dei componenti positivi di reddito della gestione extra caratteristica (finanziaria, straordinaria e fiscale) che registrano, infatti, un progressivo aumento dell'incidenza sul risultato netto d'impresa (dal 30,65% al 64,36%) che si riverbera positivamente sul Roe.

L'esame dettagliato delle performance dei diversi settori che compongono il manifatturiero milanese, invece, evidenzia una forte difficoltà per l'*industria meccanica* che secondo i dati dell'ultimo biennio disponibile ha registrato una costante flessione della propria redditività generale, in particolare la disamina per anno indica una forte crescita tra il 1998 ed il 2000, mentre dall'anno 2002 è iniziata una fase negativa (-5%) che si è accentuata nell'anno successivo (-6,2%).

Gli elementi che hanno concorso a tale risultato sono da ricercare sia nella contrazione della redditività aziendale che nella riduzione degli apporti della gestione extra caratteristica. La perdita secca del fatturato netto nel biennio 2002-2003 (-8,9% e -11,5%) ha conseguentemente determinato una flessione dei margini di contribuzione espressivi del core business: valore aggiunto, margine operativo lordo e risultato operativo, producendo come effetto finale una riduzione dell'indicatore di bilancio afferente l'attività tipica d'azienda. Nel biennio considerato, il Roa del settore ha registrato un sostanziale dimezzamento (+2,1%) rispetto al valore registrato nel 2000 (+4%). La scomposizione del Roe ha evidenziato, inoltre, una sensibile flessione degli apporti della gestione finanziaria e straordinaria che non sono stati compensati da un corrispondente aumento della redditività aziendale.

Nell'ambito dei settori tradizionali si rileva la buona performance dell'*alimentare* che mostra nei sei anni analizzati un andamento positivo della redditività generale che in alcuni periodi, quali il primo e l'ultimo biennio, presenta un valore dell'indicatore superiore al dato complessivo dell'industria manifatturiera. Le buone performance sono da ascrivere sia ai buoni risultati della

gestione caratteristica, sia all'effetto positivo del rapporto di indebitamento che mostra un andamento in crescita a partire dall'anno 2000.

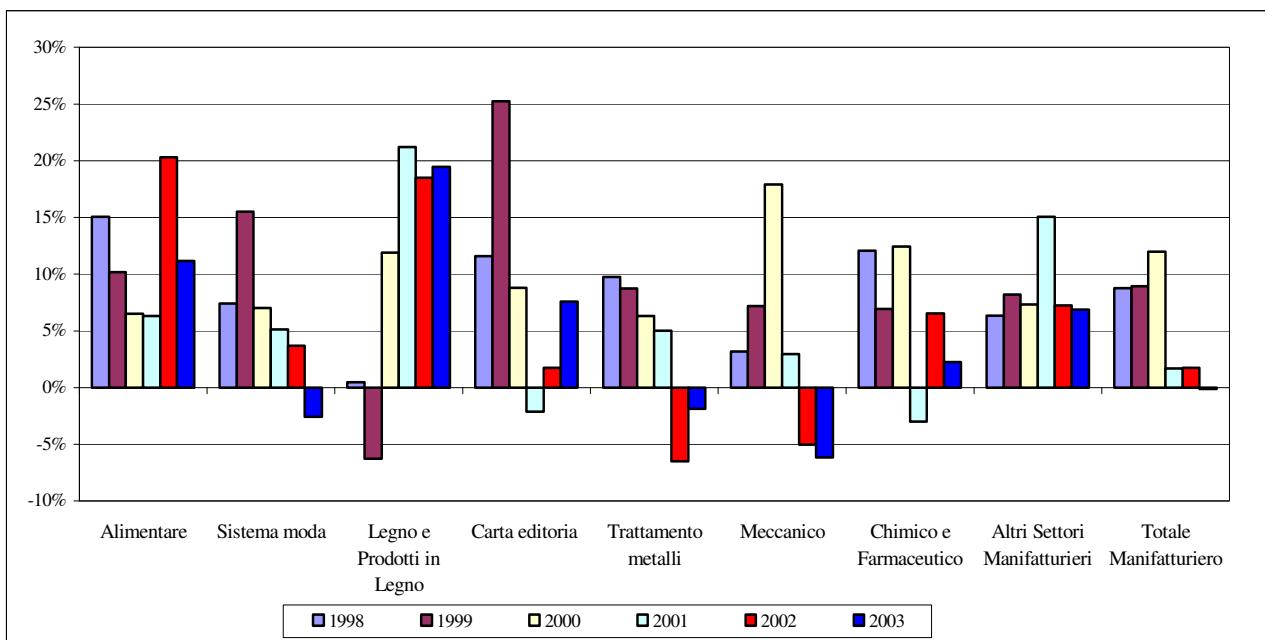
Nei sei anni analizzati, si rileva per il Roa un trend ascendente e costante (dal +5,3% del 1998 al +8% del 2003) riconducibile principalmente al buon andamento dei rendimenti operativi delle vendite. Il Ros si incrementa, infatti, di tre punti percentuali (da +4% a +7%), mentre è molto oscillante il tasso di rotazione delle attività nette. Dal punto di vista finanziario, è rilevante, inoltre, il ruolo della leva finanziaria. Il quoziente aumenta sensibilmente nell'ultimo triennio, determinando un effetto positivo sul valore del Roe, mentre è di segno opposto l'incidenza dei risultati della gestione non caratteristica sugli utili netti d'impresa con una prevalenza degli oneri rispetto ai proventi, che si manifesta con una riduzione quasi costante del rapporto nell'arco temporale analizzato.

Il *sistema moda* mostra, invece, una costante erosione della redditività: le forti difficoltà del settore, esposto all'incalzante competizione dell'estremo oriente e della Cina in particolare, hanno sicuramente contribuito alla compressione dei margini reddituali. Dopo la decisa crescita tra il '98 e il '99 (da +7,2% a +15,5%), il sistema moda ha risentito più di altri della forte concorrenza asiatica. Negli ultimi quattro anni la riduzione del Roe è stata, infatti, inesorabile: dal +7% del 2000 a -2,8% nel 2003. La scomposizione dell'indicatore nelle sue componenti economiche e finanziarie rileva una significativa decelerazione della redditività dell'attività tipica d'impresa misurata dal Roa che nell'arco di sei anni si è dimezzato (da +6,6% nel '98 a +3,3% nel 2003). La determinante di tale trend deve essere ricercata nella contrazione del fatturato netto che a cascata si è riverberata sull'indicatore relativo alla redditività operativa delle vendite (Ros) che evidenzia la profittabilità ottenibile dal ciclo produttivo. La flessione di tre punti dell'indicatore (da +6,1% a +3,1%) non è stata compensata da un aumento del tasso di rotazione delle attività che ha esibito, invece, una performance costante per tutto il periodo analizzato. Dal lato finanziario, inoltre, l'andamento del rapporto di indebitamento è stato ininfluente ai fini dell'aumento del Roe, l'effetto positivo di carattere moltiplicativo sulla redditività complessiva è stato, infatti, neutralizzato dalla componente extra caratteristica della gestione che ha evidenziato una netta prevalenza dei componenti negativi straordinari di reddito.

La *chimica e la farmaceutica*, registrano un primo triennio, dal 1998 al 2000, con buone performance della redditività complessiva espressa dal Roe (rispettivamente +12,1%, +6,9% e +12,4%) determinato sia dal buon ritorno economico della gestione operativa che attraverso il Roa si incrementa di due punti (da +4,4% a +5,6%), sia da un effetto positivo del rapporto di indebitamento la leva finanziaria, con un buon incremento delle risorse investite in azienda (da 2,5 a 2,9).

Nel secondo triennio, la redditività della gestione tipica manifesta un trend regressivo (da +4,3% nel 2001 a +2,8% nel 2003). La contrazione del Roa deve essere ricercata sia in una diminuita profittabilità delle vendite (che passano da +4% a +3% a fine 2003) che nella riduzione continua del tasso di rotazione del capitale investito ossia delle attività finanziarie nette.

Graf. 4 - Return on equity (Roe) dei settori manifatturieri. Anni 1998–2003 (valori percentuali)



Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

La redditività globale del settore dei *servizi* evidenzia una dinamica di tipo ascendente nel primo triennio, simile quindi al settore industriale, ma di intensità più ridotta. I dati annuali del Roe mostrano quindi un trend positivo (da +6,2% del 1998 al +8,4% del 2000), mentre nel periodo 2001–2003 segue l’andamento degli altri settori analizzati, con un forte calo rispetto all’anno precedente nel 2001 (+5,3%), che continua anche nell’anno successivo (+0,9%) per poi riprendersi, invece, nel 2003 (+5,4%).

Dal lato gestionale, il Roa dei servizi evidenzia, tra il 1998 ed il 2000, un rendimento operativo inferiore alla performance del settore industriale e del comparto manifatturiero. Possiamo osservare che il differenziale rilevato è molto più ampio nei confronti dell’industria in senso lato rispetto al ramo manifatturiero; lo scarto tra gli indicatori dei due settori si mantiene, infatti, costante nel biennio ’98-’99 (+3,7% contro +5,3%), mentre si riduce, ma solo di tre decimi, nel 2000 (+3,1% per i servizi e +4,4% per l’industria).

Tra il 2001 ed il 2003, il gap tra i tre settori tende a ridursi. Come analizzato in precedenza, il secondo triennio si contraddistingue per una performance reddituale della gestione tipica più equilibrata tra industria, manifatturiera e servizi, il differenziale di rendimento è limitato, infatti, a pochi decimi di punto.

Nell’ambito dei settori che compongono i servizi, possiamo notare che il *commercio di autoveicoli, moto e attività connesse alla manutenzione e riparazione* consegne la migliore performance reddituale di settore durante l’intero arco temporale esaminato. Pur evidenziando tra il 2000 ed il 2003 una drastica riduzione del Roe (da +26,7% a +14,5%) rispetto alle performance registrate durante la fine degli anni’90, il quadro complessivo si mantiene comunque positivo ed è migliore sia rispetto agli altri rami di attività afferenti al terziario sia nei confronti del settore dei servizi nel suo complesso. Il differenziale di redditività del capitale proprio tra il settore e l’intero ramo dei servizi mostra uno spread positivo a favore del comparto di diversi punti percentuali. Nel dettaglio, il Roe evidenzia un valore medio (+17,9% nella media delle variazioni percentuali) che si colloca ampiamente al di sopra rispetto agli altri settori economici.

Nell'ambito della redditività, invece, espressa dalla normale attività aziendale, il Roa ha mostrato un decremento costante nel corso dell'intero arco temporale analizzato (da +8,7 % del '98 al +4,9% del 2003) la cui determinante principale deve essere ricercata nella costante diminuzione dei rendimenti operativi delle vendite che in sei anni hanno registrato una flessione di un punto percentuale (da +3,3% a +2,%).

Proseguendo nelle disamine settoriali, possiamo osservare che il *commercio all'ingrosso e l'intermediazione commerciale* hanno realizzato una discreta redditività generale, in particolare nei primi quattro anni. Tra il 1998 ed il 2001 il Roe ha sempre esibito una buona performance, nonostante un calo nel biennio '99 – 2000 (da +10,1% a +9,3%) a cui ha fatto seguito però un sensibile recupero nell'anno successivo (+12,8%). Il trend subisce un forte calo nell'ultimo anno del biennio 2002–2003. Già nel primo dei due anni considerati, la redditività generale d'impresa mostra una flessione di oltre quattro punti (+7,5%) rispetto al valore del Roe del 2001, dovuta sia alla diminuzione di sette decimi del rendimento del business aziendale, ossia del Roa (che passa da + 5,7% a +5% nel 2002), sia al peggioramento del risultato delle gestioni non caratteristiche. Nel biennio considerato, infatti, si verifica una netta prevalenza degli oneri extra caratteristici rispetto ai proventi, a cui si aggiunge, dal lato della dimensione finanziaria, la diminuzione del rapporto di indebitamento e conseguentemente dell'effetto moltiplicativo sul Roe.

Le performance del *commercio al dettaglio* registrano un andamento oscillante. La crescita del Roe segue un andamento costante e regolare tra il 1998 ed il 2000 (da +1,4% al +4%), mentre l'anno di svolta è rappresentato dal 2001 quando si registra una brusca accelerazione (+12,9%). La performance è tuttavia momentanea, in quanto già nell'anno successivo il valore dell'indicatore si ricolloca su di un livello modesto, per poi contrarsi definitivamente nel 2003 (-11%). La suddivisione del Roe nelle sue componenti mostra una redditività della gestione tipica complessivamente positiva, seppure con qualche oscillazione, per un intero quinquennio (da +1,4% nel 1998 a +2,8% nel 2002), con un'unica eccezione rappresentata dall'anno 2003 (-2,3%), mentre l'apporto degli elementi finanziari non contribuisce ad innalzare la performance complessiva del settore.

Nell'ambito del settore degli *alberghi e ristoranti* si registra un livello complessivamente soddisfacente della redditività netta globale, ad eccezione dell'anno 2002 quando il Roe ha evidenziato un valore negativo (-2,9%). Suddividendo l'arco temporale in due periodi di uguale ampiezza, osserviamo che nel primo triennio la performance reddituale ha evidenziato un livello generale decisamente migliore rispetto al secondo periodo analizzato. Il dettaglio delle performance annuali mostra dei valori molto positivi già dal 1998 (+6,4%) con una punta di altissimo rendimento nel corso dell'anno successivo (+23,9%). Nei tre anni successivi, invece, il livello del rendimento si è contratto fino a riportarsi in linea con il Roe complessivo dei servizi. Nell'ambito della valutazione del rendimento della gestione tipica d'azienda, si rileva un trend crescente del Roa tra il 1998 ed il 2000 (dal 5,2% al 5,7%), determinato da un aumento significativo della redditività delle vendite (da +5,4% a +6,2%) che invece si riduce sensibilmente tra il 2001 ed il 2003, perdendo oltre due punti percentuali (da +5,3% a +3%).

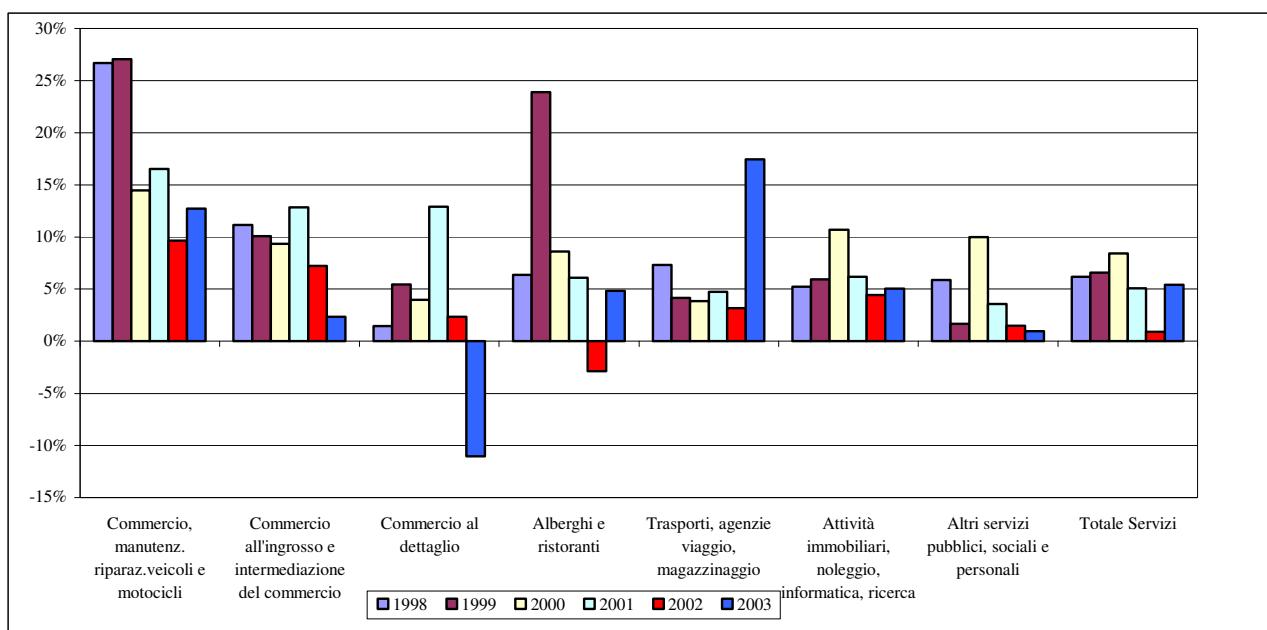
L'esame degli indicatori di derivazione finanziaria che formano il Roe, mostra un trend in calo della leva finanziaria, che tuttavia si situa in un intervallo (tra il 5,2 del 1998 ed il 3,6 del 2003) decisamente più alto rispetto alla corrispondente grandezza del settore dei servizi. Pur essendo in presenza di un effetto leva costante nel tempo non si rileva però un'influenza positiva ai fini di un aumento del Roe. A fronte di ciò si osserva, inoltre, un andamento oscillante dell'apporto della gestione finanziaria, straordinaria e fiscale, misurata dal grado di erosione del reddito operativo. Durante i sei anni analizzati, l'incidenza di tali grandezze sul risultato netto aziendale non ha prodotto un effetto di tipo espansivo sul rendimento generale del capitale proprio.

La redditività del settore delle *attività immobiliari, noleggio, informatica e ricerca*, che costituisce la struttura portante dei servizi esercitati a favore del sistema imprenditoriale milanese, può essere sicuramente valutata in senso positivo se consideriamo il dato espresso dal Roe. Nei sei anni analizzati, il saggio di rendimento del capitale proprio registra delle buone performance;

inoltre, dal confronto tra rendimenti settoriali e generali dell'intero ramo dei servizi, possiamo osservare che il trend del comparto d'attività rispecchia, seppure con percentuali differenti, la redditività del terziario nel suo complesso. Pertanto per il Roe è evidente sia una forte accelerazione tra il 1999 ed il 2000 (da +5,9% a +10,7%) come anche una redditività più ridotta e oscillante tra il 2001 ed il 2003 (da +6,2% a +5%), che tuttavia è superiore rispetto agli analoghi valori assunti dall'indicatore in sede di macrosettore.

Dal punto di vista della redditività aziendale in senso stretto, il valore del Roa ha evidenziato un andamento non omogeneo (+2,7% la media delle variazioni nei sei anni considerati), con una crescita di due decimi nel primo biennio (da +2,7% a +2,9%) ed un calo di tre decimi tra il 2000 ed il 2001 (da +2,4% a +2,1%). Mentre si è riproposta ancora su livelli positivi nel periodo 2002–2003 (+3,7% e +2,6% rispettivamente).

Graf. 5 - Return on equity (Roe) dei settori terziari. Anni 1998–2003 (valori percentuali)



Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Comercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

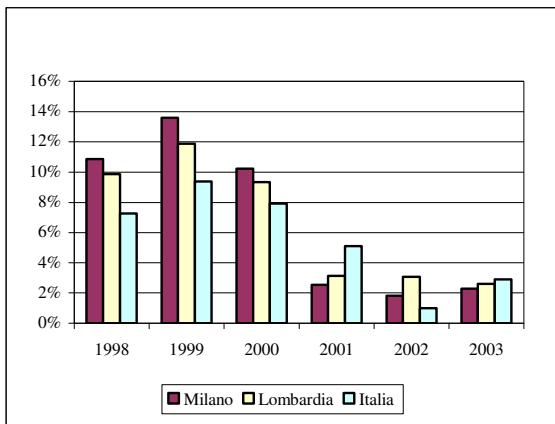
I confronti territoriali tra area milanese, regione Lombardia e Italia mostrano una dinamica del Roe industriale della provincia di Milano caratterizzata da un differenziale positivo e costante nel primo triennio sia rispetto alla Lombardia che nei confronti dell'Italia. I dati percentuali evidenziano una forbice di tre punti e mezzo tra Milano e l'Italia nel 1998 (+10,8% contro il +7,3% del dato nazionale) che si eleva oltre i quattro nel 1999 (+13,6% rispetto a +9,4%) per poi ridursi ad oltre due nell'anno 2000 (rispettivamente +10,2% e +7,9%). Il divario è, invece, alquanto circoscritto nei confronti della regione: un punto nel '98, uno e mezzo nel '99 e nove decimi nel 2000.

Il trend evidenziato subisce, invece, un'inversione nel corso dei tre anni successivi. Rispetto ai dati nazionali, la redditività dell'industria milanese registra un ridimensionamento, ma è la Lombardia nel complesso a subire questo fenomeno. Nel 2001 si rileva, infatti, un gap sfavorevole per Milano di oltre due punti e mezzo (+2,5% nell'area milanese e +5,1% in Italia), parzialmente recuperato con otto decimi nell'anno successivo (+1% contro +1,8%), ed una perdita secca di sei decimi nel 2003 (+2,3% e +2,9% rispettivamente).

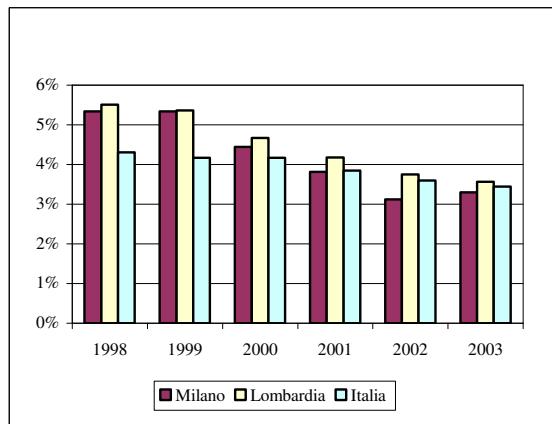
L'indicatore di redditività aziendale, Roa, mostra, invece, un trend in decisa decelerazione nell'intero arco temporale considerato. Il confronto con la Lombardia e l'Italia colloca il rendimento

della gestione tipica dell'industria milanese, nel triennio 1998-2000, in sintonia con gli andamenti regionali e superiore a quelli nazionali, mentre nel secondo periodo temporale la remunerazione gestionale subisce una forte riduzione con una conseguente perdita di performance reddituale sia nei confronti dell'area lombarda che dell'Italia (Graf.6, 6a).

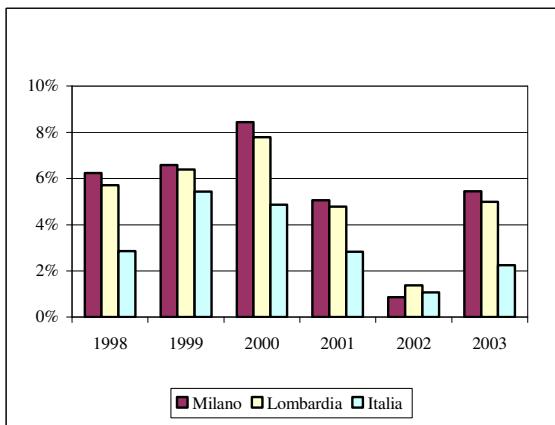
Graf. 6 - Roe Industria (valori percentuali)



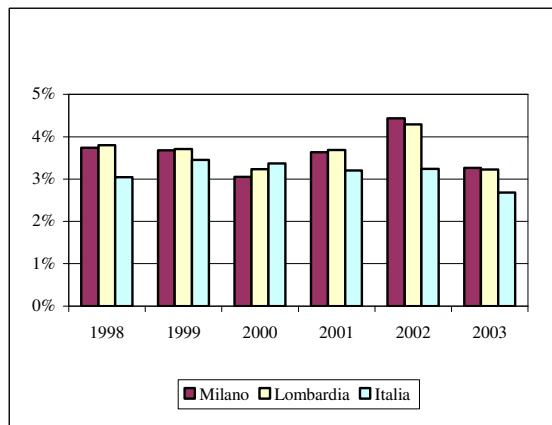
Graf. 6a - Roa Industria (valori percentuali)



Graf. 6b - Roe Servizi (valori percentuali)



Graf. 6c- Roa dei Servizi (valori percentuali)



Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

Per quanto concerne il settore dei servizi, il confronto tra le diverse aree geografiche presenta una netta prevalenza, in termini di Roe da parte dell'area milanese sia nei confronti della Lombardia che dell'Italia. L'andamento del settore a livello locale mostra un'ascesa costante della redditività complessiva nei primi tre anni (tra il 6,2% e l'8,4%) e numericamente superiore sia rispetto alla regione (tra il 5,7% e il 7,8%) che nei confronti dell'Italia (tra il 2,9% e il 5,4%). Nel secondo triennio osserviamo che pur invertendo il trend, la remunerazione del capitale proprio aziendale oltre a mantenersi su livelli positivi, presenta ancora nei confronti delle altre due aree considerate, uno spread complessivamente favorevole per l'area milanese.

La situazione è parzialmente replicata a livello di redditività della gestione tipica d'impresa. Il Roa dei servizi milanesi è complessivamente migliore rispetto all'Italia, ma è sostanzialmente simile al dato Lombardo (Graf. 6b, 6c)

A livello di classe di fatturato, osserviamo una forte differenziazione della redditività tra le diverse tipologie imprenditoriali. A livello generale, i dati mostrano un livello più alto della

redditività, sia complessiva che del business aziendale, al crescere della scala dimensionale, anche se tale fenomeno non si riverbera automaticamente in un chiaro miglioramento delle dinamiche reddituali.

La redditività dei mezzi propri aziendali registra delle performance decisamente sottotonio per quanto concerne le piccole imprese (con *fatturato inferiore ai 5 milioni di euro*), i valori del Roe, infatti, sono compresi in un intervallo molto ristretto. Il trend indica una certa progressione nel triennio '98 - 2000 (da +0,6% a +5%) ed un forte calo nei tre anni successivi (da +1,7% a +0,9%). La determinante principale di tale andamento può essere ricondotta alla struttura dimensionale e proprietaria dell'impresa. La piccola impresa è per sua natura più interessata allo sviluppo del business tipico d'impresa e quindi al valore del Roa aziendale piuttosto che a garantire una remunerazione al capitale di rischio apportato dai soci che nel caso di specie coincide spesso con i conferimenti effettuati dal titolare dell'impresa stessa. L'esame del Roa conferma almeno in parte questa tesi, l'andamento dell'indicatore presenta, in cinque anni sui sei analizzati, un valore molto più equilibrato del Roe aziendale, con delle perdite circoscritte ai sei decimi di punto tra il valore massimo del '99 (+2,5%) ed il punto di minimo del 2001 (+1,9%). Dal punto di vista temporale, nei primi tre anni la redditività d'impresa registra una contenuta regressione (da +2,4% del '98 a +2,2% del 2000), mentre l'andamento è molto più accentuato nel secondo periodo analizzato (+1,9% nel 2001 e +1,5% nel 20003).

Le osservazioni sviluppate per la piccola impresa possono essere in parte replicate anche nel caso della classe dimensionale media (con *fatturato tra i 5 e i 50 milioni di euro*). Rileviamo innanzitutto una riduzione rapida e costante del valore del Roe nei primi cinque anni, ossia tra il 1998 ed il 2002 (da +7,2% a +1,3%), con un parziale recupero nel 2003 (+3,9%). Dal lato del rendimento gestionale, i valori del Roa mostrano, invece, una dinamica molto più equilibrata con un differenziale circoscritto a otto decimi di punto tra il 1998 (+4,3%), periodo iniziale, ed il 2003 (+3,5%), anno finale.

Per quanto concerne le grandi imprese, nel cui ambito includiamo sia le unità produttive che sviluppano un *fatturato compreso tra i 50 e 250 milioni di euro* sia le aziende che realizzano *oltre i 250 milioni di euro di ricavi*, possiamo osservare che la redditività del Roe della prima classe di ricavo mostra un livello decisamente positivo tra il 1998 ed il 2001. Durante questo arco temporale il rendimento si è stabilizzato sui dodici punti percentuali, con un'unica anomalia positiva rappresentata dall'anno 2000 (+17,7%). Il trend ha mostrato, invece, una netta regressione nel periodo 2002 – 2003 (+4,8% e -1,3% rispettivamente) in cui si è verificata una forte erosione del risultato netto di esercizio che è culminata con una perdita secca nell'ultimo anno. I rendimenti legati all'attività economica tipica dell'impresa hanno esibito un buon andamento nei primi tre anni (con un range compreso il +5% ed il +5,7%), mentre nel periodo seguente il dato del Roa ha subito una riduzione costante, tuttavia occorre segnalare che nel 2003 il rendimento operativo aziendale si manteneva ancora su livelli positivi (+2,6%); la flessione della redditività complessiva misurata dal Roe deve essere, infatti, ricercata nell'incidenza delle gestioni aziendali extra caratteristiche sul risultato netto finale.

È più complesso, invece, il quadro reddituale delle grandi imprese incluse nella seconda classe di fatturato. I dati Unioncamere mostrano un andamento molto oscillante del Roe, con un primo biennio che si contraddistingue per una forte accelerazione dell'indicatore (da +13,2% a +18,3%) ed un altrettanto repentina decrescita del rendimento netto complessivo nel triennio successivo. Il dettaglio delle performance annuali mostrano una perdita di otto punti percentuali tra il 2000 ed il 2001 fino ad arrivare ad un valore negativo nell'anno 2002 (-0,4%) per poi aumentare notevolmente nel 2003 (+9%).

Un'analisi più approfondita condotta attraverso la scomposizione del Roe con il consueto schema di Du Pont evidenzia il ruolo fondamentale giocato dagli indicatori di derivazione finanziaria sul segno finale del Roe. Se consideriamo il biennio 2002–2003, l'indicatore che misura l'incidenza del reddito netto sul risultato operativo aziendale si è velocemente ridotto e ciò sta a

significare che i risultati positivi della gestione strettamente aziendale sono stati rapidamente inficiati dagli oneri derivanti dalla gestione finanziaria, straordinaria e fiscale.

E' importante sottolineare, inoltre, che se consideriamo la sola gestione caratteristica, il dato del evidenzia un trend caratterizzato da escursioni numeriche molto più contenute tra i diversi anni, dal valore massimo del 1999 (+6,1%) all'incremento minimo del 2003 (+4,4%).

LA STRUTTURA FINANZIARIA E PATRIMONIALE

L'analisi della struttura finanziaria e patrimoniale delle imprese milanesi ci porta ad esaminare una tematica a lungo dibattuta, e per certi versi non risolta, in merito all'esposizione debitoria del sistema imprenditoriale e delle scelte ottimali riguardo la composizione della finanza d'impresa, ossia del mix ideale per l'azienda tra capitale proprio e capitale di terzi.

L'argomento ha registrato negli anni diversi approcci interpretativi sia teorici che empirici in merito alla definizione del rapporto di leverage (indebitamento) ideale e della struttura finanziaria migliore per l'azienda.

Una prima elaborazione teorica, fornita dal noto teorema di Modigliani e Miller in merito all'irrilevanza nella struttura finanziaria d'impresa della composizione tra capitale proprio e di debito in assenza di tassazione, ha subito nel corso degli anni delle rivisitazioni in merito alle distorsioni introdotte dai diversi regimi di tassazione a livello aziendale e individuale. Un secondo tipo di approccio è stato determinato dal principio della leva finanziaria che stabilisce per le imprese l'opportunità di ricorrere all'indebitamento finché il tasso d'interesse passivo pagato sugli oneri finanziari è inferiore alla redditività aziendale misura dal suo Roi.

Passiamo quindi ad esaminare la struttura e la dinamica dello stato patrimoniale sia attraverso le voci direttamente ricavabili dal documento sia mediante l'utilizzo di indicatori ottenuti attraverso le consuete elaborazioni dell'analisi finanziaria.

Tra il 1998 ed il 2003 lo stato patrimoniale aggregato ha evidenziato un aumento costante dell'*attivo corrente* che nei sei anni analizzati si è collocato in valore assoluto medio sui 231,9 miliardi di euro, corrispondente ad una crescita media dell'8,5%. Il dettaglio cronologico rivela che il biennio 1998-1999 è stato caratterizzato da una modesta progressione della voce finanziaria, mentre l'accelerazione si è verificata a partire dall'anno 2000, passando da 188,9 miliardi a 232,7 miliardi di euro circa, corrispondente ad un aumento del 23,1% che si è suddiviso in maniera uniforme tra le diverse componenti dell'aggregato finanziario: liquidità immediate, differibili nell'anno, disponibilità ed incremento di valore delle rimanenze finali di merci. Le variazioni intervenute nel corso degli anni dell'attivo corrente non hanno tuttavia mutato la struttura e la composizione delle diverse voci componenti.

Per quanto concerne l'*attivo immobilizzato*, la grandezza ha sperimentato nel quadriennio '98-2001 un sostanzioso trend di crescita, passando in valore assoluto da 127 milioni a 245 milioni di euro, mentre tra il 2002 e il 2003 il livello pur consolidandosi ha rallentato la performance. Se consideriamo la variazione percentuale media tra i sei anni considerati la progressione dell'aggregato finanziario è stata pari al 17%.

Rispetto alla suddivisione dell'attivo tra parte corrente e attivo immobilizzato⁷, si è assistito ad una redistribuzione della voce finanziaria tra le due poste contabili. Il peso percentuale della prima si è progressivamente ridotto passando dal 70% del 1998 a poco più del 50% nel 2003. L'assetto delle attività finanziarie si è quindi riposizionato verso un aumento degli investimenti caratterizzati da un orizzonte temporale a medio-lungo termine. La struttura dell'attivo immobilizzato ha registrato anch'essa al suo interno una ricomposizione a beneficio degli impieghi

⁷ Si tratta di elementi di natura patrimoniale destinati ad essere utilizzati durevolmente nel corso di più esercizi (art. 2424 del Codice Civile). Le immobilizzazioni si suddividono a loro volta in immateriali, composte da beni o elementi patrimoniali non percepibili fisicamente (costi di ricerca e sviluppo, marchi, brevetti, costi di avviamento), materiali, formate da beni o elementi patrimoniali percepibili fisicamente (terreni, fabbricati, attrezzature, impianti, macchinari) e finanziarie costituiti da crediti a medio-lungo termine (partecipazioni sociali, depositi cauzionali versati).

in denaro di carattere immateriale (cresciuti dall'8,7% al 13,9%) e di tipo finanziario (dal 40,4% al 44,1%), mentre gli investimenti di tipo materiale hanno registrato un vistoso arretramento (dal 50,9% del '98 al 42% del 2003).

Restando nell'ambito dell'attivo dello stato patrimoniale, rileviamo il notevole peso che le società di grandi dimensioni, oltre i 250 milioni di euro di fatturato, rivestono nell'ambito del totale delle attività finanziarie del sistema imprenditoriale milanese. Nei sei anni analizzati, il trend complessivo è apparso in rapida e costante ascesa (dal 34,4% al 40,4% del 2003), tuttavia la progressione ha interessato in misura maggiore gli investimenti caratterizzati da un orizzonte temporale di medio e lungo termine. Analogamente, possiamo rilevare la fortissima incidenza delle attività finanziarie detenute dal settore dei servizi rispetto a quelle dell'intera economia, in questo caso i trend evidenziati, sia per la parte corrente (da 45% a 57%) che per la parte afferente alle immobilizzazioni (da 49% a 66%), si caratterizzano per un andamento nettamente ascendente e costante per tutto l'arco temporale considerato. La struttura dell'attivo si caratterizza quindi per essere fortemente sbilanciata verso l'impresa di grande dimensioni ed il settore dei servizi.

Tab. 9 - Stato Patrimoniale aggregato delle società di capitale. Anni 1998-2003 (valori in migliaia di euro)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Media 98-03
Cassa, banche e titoli liquidi	12.749.779	13.559.617	16.467.426	19.839.265	21.048.040	21.577.388	17.540.253
Liquidità differite	120.372.443	127.230.230	157.942.793	172.979.731	177.755.402	176.954.493	155.539.182
Disponibilità	133.122.222	140.789.847	174.410.219	192.818.996	198.803.442	198.531.881	173.079.435
Rimanenze	47.458.932	48.189.643	58.280.847	60.604.503	68.500.222	70.158.327	58.865.412
Attivo corrente	180.581.154	188.979.491	232.691.066	253.423.499	267.303.664	268.690.209	231.944.847
Immobilizzazioni materiali nette	64.637.415	60.414.904	77.684.250	99.901.797	105.141.152	110.482.562	86.377.013
Immobilizzazioni finanziarie	51.346.901	57.969.403	71.133.700	116.789.362	104.273.435	116.159.429	86.278.705
Immobilizzazioni immateriali	11.025.126	12.480.991	18.888.449	28.818.085	33.644.213	36.534.072	23.565.156
Attivo immobilizzato netto	127.009.442	130.865.298	167.706.400	245.509.243	243.058.801	263.176.063	196.220.875
Attivo	307.590.596	319.844.789	400.397.466	498.932.742	510.362.464	531.866.272	428.165.722
Debiti a breve	149.749.180	161.876.317	202.665.635	238.042.972	245.905.842	245.226.300	207.244.374
Ratei risconti passivi	4.454.014	3.735.995	4.427.301	5.761.753	6.864.733	8.342.987	5.597.797
Passività correnti	154.203.194	165.612.312	207.092.936	243.804.725	252.770.575	253.569.287	212.842.172
Debiti a m/l scadenza	43.366.011	38.303.538	46.388.930	67.542.174	75.723.492	92.972.365	60.716.085
Fondo rischi e oneri	6.644.654	7.738.786	7.911.872	11.286.478	13.813.198	10.727.766	9.687.126
Fondo imposte e tasse	919.601	951.453	1.082.260	1.383.287	2.179.025	1.261.450	1.296.179
TFR	11.312.355	10.706.913	11.420.724	12.808.483	13.429.976	13.413.977	12.182.071
Passività consolidate	62.242.620	57.700.691	66.803.786	93.020.422	105.145.690	118.375.557	83.881.461
Patrimonio netto	91.144.782	96.531.786	126.500.744	162.107.595	152.446.199	159.921.427	131.442.089
Capitale sociale	47.400.689	49.215.501	53.893.823	70.264.724	69.697.445	77.519.576	61.331.960
Risultato d'esercizio	7.375.243	9.190.020	10.869.760	6.222.131	1.968.498	6.355.120	6.996.795
Totale passivo e patrimonio netto	307.590.596	319.844.789	400.397.466	498.932.742	510.362.464	531.866.272	428.165.722

Fonte: Elaborazione Servizio Studi su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitali, 2005

Dal lato delle *passività* tra il 1998 e il 2001 si è registrato un sostenuto trend di crescita (dal +3,2% al +23,1%) che tuttavia ha ridotto il suo passo di corsa nel corso dei due anni successivi (+6,3% e +3,2% rispettivamente). In valore assoluto il totale passivo (corrente e consolidato) è

passato dagli oltre 216 milioni del 1998 ai circa 372 milioni del 2003, corrispondente ad una crescita percentuale media dell'11,3%.

Relativamente alla distribuzione delle passività tra correnti e consolidate, possiamo suddividere i sei analizzati in due trienni. Nel primo periodo si è assistito ad una netta prevalenza da parte dei *debiti a breve termine* che hanno aumentato la loro incidenza sulle passività totali di oltre quattro punti percentuali (dal 71,2% al 75,6% del 2000), mentre nel corso del triennio 2001 - 2003 il trend ha registrato una netta inversione della tendenza (dal 72,4% al 68,2%) evidenziando uno spostamento di pari entità numerica verso le *passività consolidate* che hanno raggiunto un peso relativo sul totale dei debiti finanziari pari quasi ad un terzo del totale (dal 27,6% del 2001 al 31,8% del 2003).

Come evidenziato per le attività, anche per le passività si replica il quadro dimensionale e settoriale visto in precedenza. La grande impresa si afferma quindi come soggetto economico di primo piano nel drenare risorse finanziarie sia in un'ottica di breve periodo che di medio-lungo termine (rispettivamente 38% e 46,6% nel 2003). Il settore dei servizi dimostra di essere il destinatario principale delle fonti di finanziamento finalizzate allo sviluppo degli investimenti pianificati dal sistema economico, sia a livello di debiti correnti di finanziamento che nell'ambito delle passività consolidate (60% e 67% del totale economia nel 2003).

INDICI DI SOLIDITÀ E LIQUIDITÀ

L'analisi della solidità patrimoniale delle imprese milanesi evidenzia una struttura finanziaria che conferma le tendenze di fondo del sistema imprenditoriale italiano. Osserviamo che siamo in presenza di un *margine di struttura* negativo (differenza fra mezzi propri e attivo netto), ciò significa che le immobilizzazioni al netto dei fondi ammortamento non sono interamente coperte dal patrimonio netto aziendale, ma che al loro finanziamento concorrono anche altre fonti di finanziamento esterno (passività a lungo termine). Pur essendo in presenza di un trend crescente nel corso degli anni, possiamo rilevare che tale aspetto non è negativo in senso assoluto, in quanto l'equilibrio tra fonti e impieghi finanziari verrebbe garantito dalla contemporanea presenza e crescita degli elementi del passivo consolidato.

Un secondo aspetto sul quale ci soffermiamo è fornito dall'analisi del *margine di tesoreria* (differenza fra liquidità totali⁸ e passività correnti) e del *capitale circolante netto* (differenza fra attivo corrente, somma tra liquidità e disponibilità, e passivo corrente). Ci troviamo in una situazione in cui il primo indicatore, che esprime la capacità dell'impresa di far fronte ai debiti a breve termine con la liquidità, presenta un valore negativo, mentre il capitale circolante netto, che indica in quale misura l'attivo corrente è in grado di coprire il passivo corrente, si mantiene positivo. In tale contesto di squilibrio finanziario si evidenzia una situazione in cui le imprese non riescono a far fronte alle passività correnti attraverso la gestione della liquidità, dato che le fonti hanno una durata maggiore rispetto agli impieghi finanziari, a cui si supplisce utilizzando la liquidità proveniente dal magazzino.

Occorre precisare che i dati di bilancio milanesi riflettono ciò che avviene in ambito nazionale; recenti studi condotti dalla Banca Intesa⁹ e da un pool di ricercatori dell'Università di Bergamo confermano a grandi linee quanto emerso dai dati Unioncamere, pur essendo in presenza di fonti dati diverse e di due metodologie di rilevazione, campionaria la prima, condotta sull'universo la seconda.

L'analisi della liquidità conferma quanto evidenziato attraverso l'esame dei margini finanziari. Gli indici utilizzati, il *quoziente di liquidità* (rapporto tra le liquidità totali e le passività correnti) e il *quoziente di disponibilità* (rapporto tra attività correnti e passività correnti), rilevano una situazione di endemica fragilità finanziaria. La dottrina rileva che per l'indice di disponibilità il

⁸ Sommatoria tra liquidità immediatamente esigibili (valori di cassa, depositi bancari, titoli a breve) e liquidità differite (crediti esigibili entro l'anno).

⁹ Banca Intesa "Le piccole e medie imprese italiane. Un'analisi sui dati di bilancio", Franco Angeli, Milano 2000.

rapporto dovrebbe essere maggiore di 2, ma empiricamente si è rilevato che in Italia può considerarsi buono per quest'ultimo indice un valore attorno ad 1,67, mentre per valori attorno ad 1,5 la struttura può considerarsi tranquilla e per valori minori di 1,25 la struttura finanziaria deve essere tenuta sotto controllo. Per quanto concerne il quoziente di liquidità possiamo ritenere soddisfacente il valore se è compreso tra 0,67 e 0,80, come è il caso sia di Milano che della Lombardia e dell'Italia¹⁰.

Sintetizzando questo primo step di analisi possiamo rilevare che la struttura della liquidità delle imprese milanesi rispecchia fedelmente quanto avviene sia in ambito regionale che nazionale; da un punto di vista tecnico dell'analista finanziario osserviamo che la struttura finanziaria presenta uno squilibrio tipico dell'impresa nazionale.

Dettagliando ulteriormente l'analisi della liquidità e della struttura finanziaria, rileviamo che il trend descritto dal rapporto di indebitamento delle imprese milanesi (rapporto tra patrimonio netto e sommatoria tra le passività correnti e i debiti a medio lungo termine) evidenzia un andamento in progressivo miglioramento per gli anni compresi nell'intervallo 1998–2001, mentre il valore subisce una drastica inversione di tendenza nel biennio successivo (46,4% nel 2002 e 46,1% nel 2003). Tuttavia, dal confronto con l'ambito regionale e nazionale, la situazione milanese appare sicuramente migliore, la media delle variazioni esprime un quadro complessivo più favorevole per il sistema imprenditoriale metropolitano; lo squilibrio finanziario è, infatti, mitigato dalla maggiore capacità dei mezzi propri aziendali di far fronte ai debiti di carattere finanziario (Tab. 8).

Tab. 10 - Indici di solidità e liquidità. Anni 1998–2003 (valori percentuali).

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Media 98-03
Rapporto di indebitamento¹¹							
Milano	46,1	47,3	49,9	52,1	46,4	46,1	48,0
Lombardia	42,2	43,1	45,8	48,2	44,3	44,4	44,7
Italia	40,1	42,7	44,1	45,7	45,2	45,6	43,9
Quoziente di disponibilità (current test ratio)							
Milano	1,17	1,14	1,12	1,04	1,06	1,06	1,10
Lombardia	1,17	1,14	1,13	1,07	1,09	1,10	1,12
Italia	1,15	1,10	1,10	1,08	1,11	1,14	1,11
Quoziente di liquidità (quick test ratio)							
Milano	0,86	0,85	0,84	0,79	0,79	0,78	0,82
Lombardia	0,83	0,82	0,82	0,78	0,78	0,77	0,80
Italia	0,77	0,76	0,77	0,76	0,77	0,78	0,77

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

¹⁰ Pietro Mella, *Indici di Bilancio*, Pirola Editore, Milano 1994.

¹¹ Più il valore si approssima all'unità maggiore è il grado di indipendenza finanziaria nei confronti di terzi non soci dell'impresa.

Nell'ambito della dimensione finanziaria relativa alla capacità di servire il debito, utilizziamo due tipi di indicatori di bilancio: il rapporto tra margine operativo netto e oneri finanziari, che esprime l'adeguatezza del risultato operativo a coprire gli interessi passivi provenienti dalla gestione finanziaria, e l'indice di autofinanziamento, calcolato sommando al risultato corrente gli ammortamenti e svalutazioni in rapporto al fatturato.

Innanzitutto rileviamo che il trend del primo indicatore per l'area milanese mostra una costante diminuzione a causa del crescente peso degli oneri finanziari sulla gestione caratteristica d'impresa e ciò è particolarmente evidente se consideriamo il periodo compreso tra il 2000 ed il 2003, in cui passiamo da 1,66 ad 1,36. Tuttavia, il punto di maggior interesse è dato dal confronto tra i valori espressi dall'area metropolitana milanese e quelli generati dalle imprese lombarde e italiane. Prescindendo dai valori della media delle variazioni annuali, che considerano un arco temporale più ampio, osserviamo che nel corso degli ultimi quattro anni il trend milanese è decisamente peggiore sia rispetto ai valori espressi dalla Lombardia che dall'Italia complessivamente. Il risultato non è tuttavia sorprendente, infatti, avevamo già rilevato in sede di scomposizione del Roe come la gestione extra caratteristica d'impresa, in cui rientra anche la dimensione finanziaria, avesse espresso un trend di rapido deterioramento dato dalla prevalenza degli oneri rispetto ai proventi non tipici.

Per quanto concerne l'indice di autofinanziamento, l'area milanese mostra un trend in deciso e costante miglioramento. Il sistema imprenditoriale della provincia esprime quindi una robusta vitalità nel riuscire a reperire risorse proprie attraverso accorte politiche di bilancio da un lato, su cui incidono anche delle variabili di tipo legislativo come le leggi di rivalutazione monetaria dei beni ammortizzabili, ed un buon livello del risultato corrente aziendale in cui, oltre ai proventi generati dal business proprio, si riverberano anche i risultati delle gestioni accessorie. Il confronto territoriale operato con la Lombardia e l'Italia esibisce nel complesso una capacità di autofinanziamento della provincia che si mantiene su un livello complessivamente migliore sia in termini di andamento delle variazioni annuali sia nell'ambito della media delle variazioni percentuali (Tab. 9).

Tab. 11 - Indicatori relativi alla capacità di servire il debito. Anni 1998-2003 (valori percentuali)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Media 98-03
Mon/Oneri finanziari							
Milano	2,08	2,31	1,66	1,51	1,61	1,36	1,75
Lombardia	2,01	2,24	1,72	1,59	1,71	1,46	1,79
Italia	1,59	1,98	1,75	1,62	1,71	1,56	1,70
Autofinanziamento							
Milano	8,6	8,8	9,5	10,3	10,7	9,7	9,6
Lombardia	8,2	8,5	8,9	9,5	9,7	8,9	8,9
Italia	8,3	9,1	9,1	8,8	9,1	8,5	8,8

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

L'analisi della *struttura patrimoniale* delle imprese milanesi passa attraverso lo studio della composizione delle fonti di reperimento dei mezzi monetari (passività) e degli impieghi finanziari (attività dello stato patrimoniale) che sono valutati attraverso degli opportuni indici: elasticità dell'attivo, degli investimenti e del passivo, che esprimono il grado di equilibrio tra scadenza degli impieghi e delle fonti nel tempo.

I rapporti di struttura degli impieghi indicano un peggioramento della liquidità del capitale investito, misurata dall'*elasticità dell'attivo* (rapporto tra attivo corrente e totale attività), ed una crescita parallela della rigidità degli *investimenti*, rappresentata dal relativo indice (rapporto tra attivo immobilizzato netto e totale attività). Mentre nel primo triennio la composizione degli impieghi si mantiene su di un livello discretamente elevato per quanto concerne la liquidità, e relativamente basso per quanto riguarda la rigidità degli investimenti in immobilizzazioni, tra il 2001 ed il 2003 i rapporti di struttura subiscono un riequilibrio con uno spostamento di risorse investite verso gli immobilizzi di tipo tecnico e finanziario. Nell'ultimo triennio il capitale investito dalle imprese milanesi è, infatti, ripartito in misura quasi identica tra le due componenti finanziarie.

Sul fronte delle fonti di finanziamento, la struttura complessiva presenta un'elevata *elasticità del passivo* durante il triennio 1998–2000 con una netta prevalenza delle fonti di finanziamento a breve termine, mentre nel periodo successivo assistiamo ad uno spostamento dell'orizzonte temporale verso il medio e lungo termine. Possiamo rilevare quindi un mutamento di strategia nel reperimento dei mezzi finanziari, con una ricerca di nuovi canali finanziari esterni che sono in qualche modo più istituzionali e meno legati alla gestione corrente e quindi più funzionali al business tipico delle imprese. È noto che un'esposizione eccessiva verso il debito a breve termine, caratteristica delle imprese italiane, costituisce di per sé un indicatore di fragilità finanziaria poiché non permette una corretta corrispondenza temporale tra gli investimenti, molti dei quali a medio e lungo termine, e le passività, che sono invece contraddistinte da una durata temporale di breve periodo.

L'indicatore di elasticità del passivo può essere messo in relazione con il *grado di autonomia patrimoniale* delle imprese (rapporto tra patrimonio netto e totale attività) che esprime il grado di indipendenza finanziaria da terzi non soci dell'impresa. Osserviamo che nel tempo la dipendenza da tale tipo di fonte è rimasta pressoché immutata, l'indice di elasticità del capitale di terzi si è mantenuto infatti costante e quindi anche l'autonomia propria dell'impresa di poter coprire il capitale investito con mezzi finanziari propri (in media pari al 30%).

Tab. 12 - Indici di struttura patrimoniale. Anni 1998–2003

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Elasticità Attivo	0,59	0,59	0,58	0,51	0,52	0,51
Elasticità Investimenti	0,41	0,41	0,42	0,49	0,48	0,49
Elasticità Passivo	0,71	0,74	0,76	0,72	0,71	0,68
Autonomia Patrimoniale	0,30	0,30	0,32	0,32	0,30	0,30
Elasticità del Capitale di Terzi	0,70	0,70	0,68	0,68	0,70	0,70
Leva Finanziaria	3,37	3,31	3,17	3,08	3,35	3,33

Fonte: Elaborazione Servizio Studi Camera di Commercio di Milano su dati Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2005

Questi risultati sono coerenti con quanto emerge dall'analisi del rapporto di leva finanziaria (totale attività su patrimonio netto) che costituisce un altro indicatore di misura dell'indebitamento aziendale. Il rapporto presenta un valore costante ed elevato nel tempo a conferma del grado di

dipendenza delle imprese dalle fonti esterne di finanziamento. La corrispondente scarsa patrimonializzazione aziendale e la conseguente sottocapitalizzazione costituisce una caratteristica comune sia a Milano che al sistema imprenditoriale italiano.

Questi ultimi risultati devono essere letti con estrema attenzione; si è dibattuto molto infatti in merito all'endemica sottocapitalizzazione delle imprese italiane e dell'opportunità di quest'ultime di ricorrere a capitale di credito piuttosto che a far entrare nuovi soci. Gli elementi che hanno concorso al consolidarsi nel tempo di tale situazione sono indubbiamente diversi, ma tutti riconducibili alla struttura proprietaria delle imprese italiane, che nella maggior parte dei casi, pur avendo una struttura giuridica evoluta ossia di società di capitali in cui si configura la separazione tra i soci ed il management, conserva però di fatto i tratti distintivi della realtà aziendale di piccola e media dimensione. Se da un lato la presenza di un socio unico o di un numero ristretto di soci determina un'unicità di direzione aziendale, dall'altro è stato empiricamente rilevato che c'è una scarsa attenzione alla variabile finanziaria non essendo previste delle figure professionali specifiche.

La scarsa dotazione di profili manageriali dedicati si riflette quindi anche nella pianificazione finanziaria, non essendo caratterizzata quest'ultima da una coerente politica di corretto reperimento e impiego delle risorse finanziarie. Un recente studio¹² promosso dalla Camera di Commercio di Milano ha rilevato che tale modo di procedere conduce ad una progressiva dissociazione tra gestione economica dell'impresa e variabili di tipo finanziario, producendo come effetto finale un'incapacità nel definire una corretta struttura delle fonti di finanziamento con i progetti di sviluppo dell'attività aziendale.

Un secondo fattore molto importante, che costituisce un corollario del primo, è costituito dalle note resistenze all'allargamento della base sociale con l'ingresso di terzi, principalmente banche o soggetti di emanazione bancaria (merchant bank e fondi chiusi). A tutto ciò si aggiunge il ruolo del sistema bancario e del rapporto tra banca e impresa, dove la prima stabilisce in maniera unilaterale sia l'entità degli affidamenti sia il livello del tasso d'interesse sui prestiti concessi.

¹² Stefano Caselli , *PMI e sistema finanziario*, Egea, Milano 2003.

NOTA METODOLOGICA

Il campo d'osservazione è dato dall'insieme dei bilanci depositati dalle società di capitale, incluse le cooperative, presso il Registro delle Imprese delle Camere di Commercio. L'unità statistica di riferimento è il bilancio ordinario della singola impresa, che descrive le attività economiche e finanziarie svolte durante l'esercizio di competenza.

I prospetti contabili sono stati successivamente riclassificati e trattati con finalità esclusivamente statistiche, aggregando per ogni annualità i bilanci delle imprese della provincia, classificate secondo la classe di fatturato d'appartenenza, il settore di attività economica in cui operano e la forma giuridica assunta.

I bilanci, di cui disponiamo la serie storica dal 1998 al 2003, riproducono l'intero universo e rappresentano tutti i settori economici codificati attraverso il sistema di classificazione Ateco ad esclusione delle società del settore creditizio, finanziario e assicurativo per le quali la legislazione vigente prevede una redazione dei prospetti contabili secondo una metodica diversa da quelle delle imprese manifatturiere e dei servizi.

Dal punto di vista metodologico occorre precisare che il bilancio aziendale, redatto alla fine di ogni esercizio, è composto da tre documenti: conto economico, stato patrimoniale e nota integrativa. Mentre il conto economico misura le componenti economiche di reddito che danno origine, dopo successivi saldi algebrici, al risultato d'esercizio, lo stato patrimoniale evidenzia sia le componenti di natura finanziaria, crediti e debiti dell'impresa, che i dati di natura patrimoniale, attività, passività e patrimonio netto che costituisce il capitale proprio aziendale.

Ai nostri fini i bilanci e i rispettivi prospetti contabili sono stati aggregati e riclassificati, in due documenti sintetici. Il criterio utilizzato per il conto economico, denominato a *valore della produzione*, ha l'obiettivo di quantificare la produzione ottenuta dalla gestione caratteristica d'impresa. I dati così riclassificati sono stati ulteriormente rielaborati in forma scalare, denominata anche *report form*, al fine di evidenziare sia i margini di contribuzione delle singole aree alla gestione economica dell'impresa sia la struttura delle trasformazioni economiche che si sono verificate nel corso del tempo.

Per quanto concerne lo stato patrimoniale, il prospetto è stato riclassificato secondo il criterio generale della liquidità decrescente, per cui le attività sono state elencate secondo la loro velocità di utilizzo temporale (cassa, banche, titoli liquidi e immobilizzazioni) mentre per le passività il criterio utilizzato è stato quello del grado di esigibilità (debiti a breve termine e a medio-lungo termine).

Attraverso la lettura dei documenti contabili (conto economico e stato patrimoniale) e degli indicatori che da essi possono essere desunti, siamo in grado di cogliere sia la struttura che la dinamica delle performance economico-finanziarie del tessuto produttivo milanese in un arco temporale sufficientemente lungo.

Gli approfondimenti effettuati riguardano le classi di fatturato e l'analisi settoriale secondo gli schemi seguenti:

classi di fatturato:

- a) società di capitale con fatturato inferiore a 5 milioni di euro
- b) società di capitale con fatturato compreso tra 5 e 50 milioni di euro
- c) società di capitale con fatturato compreso tra 50 e 250 milioni di euro
- d) società di capitale con fatturato superiore a 250 milioni di euro

Settori analizzati (industria manifatturiera e servizi)

1. Alimentare
2. Sistema moda
3. Legno e prodotti in legno
4. Carta editoria
5. Trattamento metalli
6. Meccanico
7. Chimico e farmaceutico
8. Altri settori manifatturieri
9. Commercio, manutenzione e riparazione autoveicoli e motocicli
10. Commercio all'ingrosso e intermediari del commercio (escluso autoveicoli)
11. Commercio al dettaglio (escluso autoveicoli); riparazione beni personali
12. Alberghi e ristoranti
13. Attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca
14. Trasporti, agenzie viaggio, magazzinaggio
15. Altri servizi pubblici, sociali e personali

SCHEMA DI RICLASSIFICAZIONE DEL BILANCIO

Conto economico

Faturato netto	Ricavi+Variazione prodotti in corso di lavorazione
Variazione delle rimanenze di prodotti finiti	Variazione rimanenze prodotti finiti
Costi capitalizzati	Incrementi immobilizzazioni interne
Ricavi diversi operativi	Altri ricavi
Valore della produzione	Somma di fatturato, variazione rimanenze, incrementi immobilizzazioni e altri ricavi
Acquisti	Costi per acquisto di beni
Servizi	Costi per servizi e godimento di beni terzi
Costi diversi d'esercizio	Oneri diversi di gestione+Totale accantonamenti
Variazione delle rimanenze di materie prime	Variazione rimanenze materie prime
Valore aggiunto	1° Saldo - Valore aggiunto
Costo del lavoro	Costo del lavoro
Margine operativo lordo	2° Saldo - MOL:Valore aggiunto-Costo del lavoro
Ammortamenti e svalutazioni	Totale ammortamenti e svalutazioni
Margine Operativo Netto	3° Saldo - MON:MOL-Ammortamenti e svalutazioni
Saldo proventi e oneri finanziari	Saldo della gestione finanziaria
Proventi finanziari	Proventi finanziari
Oneri finanziari	Oneri finanziari
Risultato corrente	4° Saldo - Risultato corrente:MON+Saldo proventi e oneri finanziari
Saldo rettifiche valore attività finanziarie	Saldo delle rettifiche di valore delle attività finanziarie
Saldo proventi e oneri straordinari	Saldo della gestione straordinaria
Proventi straordinari	Proventi straordinari
Oneri straordinari	Oneri straordinari
Risultato d'esercizio prima delle imposte	5° Saldo - Risultato ante imposte
Imposte sul reddito	Imposte sul reddito
Risultato d'esercizio Netto	6° Saldo - Utile o perdita dell'esercizio

Stato patrimoniale

Cassa, banche e titoli liquidi	Disponibilità liquida immediata
Liquidità differite	Crediti esigibili entro 12 mesi+Ratei e risconti attivi-Parte richiamata crediti verso soci
Disponibilità	Liquidità immediata+Liquidità differite
Rimanenze	Rimanenze di magazzino
Attivo corrente	Disponibilità+Rimanenze
Immobilizzazioni materiali nette	Immobilizzazioni materiali al netto dei fondi di ammortamento
Immobilizzazioni finanziarie	Immobilizzazioni finanziarie al netto dei crediti verso soci (parte non richiamata)
Immobilizzazioni immateriali	Immobilizzazioni immateriali
Attivo immobilizzato netto	Attivo Fisso (immobilizzazioni nette)
Attivo	Attivo corrente+Attivo immobilizzato
Debiti a breve	Debiti con scadenza a breve
Ratei risconti passivi	Ratei e risconti passivi
Passività correnti	Debiti a breve+Ratei e risconti passivi
Debiti a m/l scadenza	Debiti con scadenza nel medio e lungo periodo
Fondo rischi e oneri	Fondo rischi ed oneri
Fondo imposte e tasse	Fondo imposte e tasse
TFR	Trattamento di fine rapporto
Passività consolidate	Debiti a m/l scadenza+Fondi accumulati
Patrimonio netto	Patrimonio netto-Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti
Capitale sociale	Capitale Sociale
Risultato d'esercizio	Risultato d'esercizio
Totale passivo e patrimonio netto	Passività correnti+Passività consolidate+PN

In tale prospetto, partendo dalla grandezza del fatturato, va messa in evidenza la grandezza “valore aggiunto” la quale rappresenta il plusvalore che l’azienda consegna con la semplice attività di compravendita dei beni e dei servizi: sottraendo a tale valore il costo per il personale (che è il fattore interno più rilevante) si ottiene il Margine Operativo Lordo (MOL) (indicato, nella terminologia inglese come EBITDA ovvero *Earning Before Interest Taxes and Depreciation/Admortisation*) e detraendo da quest’ultimo gli ammortamenti (effettuati dalla impresa per recuperare gradualmente, attraverso quote annuali, i costi sostenuti anticipatamente per dotarsi di un’adeguata struttura produttiva che consente di avviare i cicli produttivi) otteniamo il Margine Operativo Netto (MON) (o EBIT).

Strumento per il raggiungimento dell’EBIT è il **Capitale Investito** (CI) il quale è costituito dalla somma dei valori della struttura produttiva, del magazzino e dei crediti.

In un’ottica di analisi per indici il primo indice di bilancio che può essere costruito con i dati così acquisiti è il **Return On Investment (ROI)** che può essere formalizzato anche come **Return on Assets (ROA)**, non considerando nel calcolo del capitale investito le immobilizzazioni immateriali

$$ROI = \frac{MON \text{ (Risultato Operativo)}}{\text{Capitale Investito}} \quad ROA = \frac{MON \text{ (Risultato Operativo)}}{\text{Capitale Investito} - \text{Attivo Intangibile}}$$

Tale indice di bilancio riporta la redditività del capitale investito attraverso la gestione tipica dell’azienda (ed è dunque indice fondamentale per capire come sia gestita l’azienda dall’imprenditore): tale redditività dipende dall’intensità del fatturato, dai costi aziendali tipici e dal capitale investito.

Da notare che il ROI può anche essere espresso come combinazione di due ulteriori indici di bilancio: l’indice è dato infatti dalla moltiplicazione del **Return On Sales (ROS)** che indica la quota di reddito operativo guadagnato su ogni euro fatturato

$$ROS = \frac{MON \text{ (Risultato Operativo)}}{\text{Fatturato}}$$

e del **Assets Turnover** (il quale misura la velocità di rotazione del capitale investito in relazione alle vendite):

$$Assets Turnover = \frac{\text{Fatturato}}{\text{Capitale Investito}}$$

L’impresa cercherà di ottenere pari valori dell’indice tenendo quanto più basso possibile il valore del capitale investito.

Il capitale investito, che può essere diviso - in un’ottica temporale - in “attivo fisso” (coincidente con la struttura produttiva) ed “attivo circolante” (magazzino più crediti), genera un fabbisogno finanziario di pari entità che viene coperto dal Capitale Proprio (CP) e dal Capitale di credito (CC) dove la remunerazione del primo è assicurata dall’utile d’esercizio mentre il secondo genera un flusso passivo di oneri finanziari (interessi per la remunerazione contrattuale del capitale di terzi avuto in prestito).

Sottraendo all’EBIT gli oneri finanziari e le imposte otteniamo il risultato netto d’esercizio che può essere sia attivo (utile netto) o passivo (perdita netta).

Esiste una stretta relazione tra ROI ed un ulteriore indice chiamato **Return On Equity (ROE)**:

$$ROE = \frac{\text{RedditoNetto}}{\text{Capitale Proprio}}$$

La relazione economica fondamentale che lega il ROE con il ROI può essere individuata attraverso il seguente schema (detto di DuPont dall'azienda statunitense che per prima lo utilizzò negli anni '20 del XX° secolo):

$$ROE = \frac{\text{RedditoNetto}}{\text{Capitale Proprio (Netto)}} = \frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Capitale Netto}} * \frac{\text{Fatturato}}{\text{Capitale Investito}} * \frac{\text{MON}}{\text{Fatturato}} * \frac{\text{RedditoNetto}}{\text{MON}}$$

Il primo di questi quozienti rappresenta il rapporto di indebitamento tra attivo e capitale netto, mentre il secondo ed il terzo rappresentano la scomposizione del ROA nelle sue due componenti (ROS e Assets Turnover). L'ultimo indicatore esprime, invece, l'incidenza della gestione extra caratteristica (non attinente all'attività tipica dell'impresa) sul reddito operativo aziendale.

Indici di sviluppo

Per analizzare il grado di sviluppo è stata calcolata la variazione annuale del fatturato, del valore aggiunto, del capitale investito e del patrimonio netto.

Redditività netta complessiva

La redditività del sistema produttivo può essere misurata attraverso il livello di rendimento del capitale di rischio (ROE: Risultato d'esercizio/(Patrimonio netto - Risultato d'esercizio)), l'efficienza della gestione corrente (ROA: MON/Totale attivo tangibile).

Indici di solidità e liquidità'

L'analisi della solidità e della liquidità può essere condotta utilizzando tre indicatori:

1. Rapporto di indebitamento, calcolato rapportando il patrimonio netto al totale dei debiti, considerati al netto dei fondi: PN/(Debiti a m/l scadenza + Debiti a breve + Ratei e risconti passivi);
2. Liquidità corrente, pari al rapporto tra le attività a breve e le passività a breve;
3. Liquidità immediata, corrispondente al rapporto tra le attività a breve, considerate al netto delle rimanenze, e le passività a breve.

Indicatori relativi alla capacità di servire il debito

1. MON/Oneri finanziari, che misura l'adeguatezza del risultato operativo a coprire gli interessi passivi;
2. Autofinanziamento, calcolato sommando al risultato corrente gli ammortamenti e svalutazioni in rapporto al fatturato.