

**ANALISI
ECONOMICO-FINANZIARIA
DELLE IMPRESE EDILI
BRESCIANE**

1995 - 2000



Collegio dei Costruttori
Edili
di Brescia e provincia



Camera di Commercio
Industria Artigianato Agricoltura
Brescia

ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE 1995 - 2000

Il Collegio Costruttori Edili di Brescia pubblica, per il diciassettesimo anno consecutivo, uno studio sull'evoluzione del mercato bresciano delle costruzioni, con l'esame dei bilanci di un campione costituito da oltre duecento società di capitali associate al Collegio stesso.

L'aggregazione dei bilanci interessa un campione che complessivamente ottiene nell'anno 2000 un valore della produzione di oltre 2.000 miliardi di lire; si tratta di un campione significativamente rappresentativo dell'intero comparto delle costruzioni bresciane.

In questa pubblicazione vengono confrontati i dati riguardanti gli anni che vanno dall'esercizio 1995 al 2000; confrontando le precedenti pubblicazioni è possibile costruire uno spaccato degli ultimi vent'anni di storia del settore delle costruzioni. L'attuale studio evidenzia un ciclo congiunturale favorevole che dura da oltre cinque anni e che ha dato un po' di "ossigeno" alle imprese dopo un lungo periodo di crisi.

Tuttavia già il mercato mostra segnali di rallentamento.

Risulta perciò importante conoscere la fattibilità dei prossimi programmi di investimento del nuovo Governo, anche in relazione alle opportunità offerte dal nuovo strumento finanziario conosciuto come project financing, previsto dalla legge 109/94 agli art. 19, 37 bis, 37 nonies.

Il project financing è un'operazione di finanziamento nella quale una determinata iniziativa di investimento, generalmente realizzata da parte di più promotori attraverso la costituzione di una specifica società di progetto, viene valutata, dagli azionisti e dalle banche che la finanziano, principalmente per le sue capacità di generare ricavi e flussi di cassa, che costituiscono la fonte primaria per la remunerazione del capitale investito.

Lo studio in esame inizia con i capitoli relativi alla "metodologia dell'indagine" e alla "riclassificazione dei valori di bilancio", che ricalcano quanto pubblicato nelle precedenti edizioni. Risultano invece aggiornati i commenti relativi agli altri capitoli.

La Camera di Commercio ed il Collegio dei Costruttori, con la pubblicazione di questa indagine, si propongono di fornire uno strumento di lavoro alle imprese associate per meglio conoscere la propria struttura economico-finanziaria e per confrontare le proprie posizioni con quelle medie del settore di appartenenza.

In questa ottica, a partire dallo studio relativo ai bilanci del 1995, è stato analizzato un raggruppamento di imprese divise per settore merceologico.

Sono state esaminate separatamente le imprese di costruzione, le imprese stradali e quelle di prefabbricazione e l'analisi dei più significativi indici è stata commentata nelle conclusioni del presente lavoro.

Lo studio qui presentato viene divulgato poco dopo il deposito dei bilanci presso l'ente Camerale. La tempestività con cui i suoi funzionari hanno reso disponibili tali bilanci ha consentito alla associazione dei Costruttori di procedere celermente alla loro classificazione. Il commercialista dott. Davide Frugoni e il suo studio di consulenza hanno curato l'analisi dei valori qui proposta dopo la rielaborazione in indici e flussi effettuata dal Collegio Costruttori.

PREMESSA

Per il diciassettesimo anno il Collegio Costruttori pubblica un'analisi economico - finanziaria delle imprese edili bresciane che rappresenta uno strumento utile sia per le imprese associate, al fine di potersi confrontare con il proprio settore di appartenenza, sia per i soggetti interessati a conoscere la situazione economica locale.

L'analisi si è svolta utilizzando opportuni indici di bilancio, nonché il prospetto delle fonti e degli impieghi di capitale e si è avvalsa anche dell'ausilio di particolari indicatori aziendali, quali il tasso di valore aggiunto per capitale investito o l'indicatore del margine di contribuzione.

Lo studio in esame mette in evidenza durante un arco temporale di sei anni le variazioni che hanno subito i principali quozienti di bilancio, quali indicatori dell'economicità delle operazioni di gestione: tali indici permettono di trarre dei giudizi sull'efficienza nel governo del capitale delle imprese esaminate.

Come più volte analizzato si è registrato un elevato indebitamento delle imprese di costruzione verso il sistema esterno con ripercussioni sui risultati economici e patrimoniali.

I primi anni dell'ultimo decennio erano stati caratterizzati da una notevole contrazione della domanda dei prodotti edili, da una conseguente riduzione dei prezzi di vendita e da una minore redditività aziendale, il tutto in un clima di disagio economico nazionale e di crisi della produzione.

D'altra parte il contesto economico in cui i costruttori si sono trovati ad operare era stato caratterizzato da una scarsa propensione generale all'investimento, sia da parte dell'operatore pubblico, sia da parte dei privati.

Dal 1990 i finanziamenti iscritti nel bilancio dello Stato destinati ad interventi infrastrutturali hanno subito una graduale riduzione, con una inversione di tendenza a partire dal '97.

Nel decennio passato l'Italia ha investito in opere pubbliche mediamente ogni anno solo l'1,6% del PIL, contro una media europea del 2,6%.

Per recuperare tale divario sarebbe necessario nei prossimi dieci anni raddoppiare gli investimenti in infrastrutture.

Pertanto in un'ottica di risanamento dei conti pubblici, l'Esecutivo dovrà agire su un contenimento della spesa corrente ed utilizzare al meglio e opportunamente le offerte in project financing.

Ripetendo l'esperienza dell'edizione degli ultimi anni e, a differenza delle iniziali edizioni, pur mantenendo una metodologia di tipo induttivo, il presente studio è articolato su un campione non più ripartito in tre classi dimensionali, ma su una classe unica comprendente le società di capitali iscritte al Collegio dei Costruttori Edili di Brescia che hanno realizzato nel singolo anno considerato un valore della produzione superiore a 2 miliardi di lire.

Non si è ritenuto opportuno deflazionare il valore della produzione conseguito in quanto l'inflazione in questi anni si è mantenuta intorno a valori contenuti.

Nonostante le differenze nella scelta del campione, lo schema utilizzato nella riclassifica dei valori di bilanci è il medesimo delle precedenti edizioni; pertanto si è ritenuto opportuno riferirsi alle indagini precedenti anche per quanto riguarda la metodologia adottata.

L'analisi che è stata svolta è microeconomica, in quanto sono stati indagati ed elaborati dati e informazioni di tipo aziendale al fine di ottenere elementi che, opportunamente ponderati, possano permettere di focalizzare la situazione globale del settore bresciano.

Dai dati disaggregati raccolti dai bilanci delle singole società campione è emerso un unico bilancio consolidato, esplicativo della situazione finanziaria delle imprese di costruzione, che offre delle indicazioni informative del settore nel suo complesso anche di carattere extraprovinciale, essendo l'area bresciana interessata dalla presenza di più di 3.000 imprese occupanti oltre 18.000 addetti.

Per compiere l'indagine sono stati utilizzati i bilanci depositati presso la Camera di Commercio di Brescia, redatti secondo lo schema imposto dal D.Lgs.127/91.

METODOLOGIA DELL'INDAGINE

In seguito all'introduzione dello schema della IV Direttiva CEE risulta più semplice l'armonizzazione dei dati e delle informazioni desumibili dai bilanci d'esercizio.

I principi guida delle nuove disposizioni sono: chiarezza, veridicità e correttezza delle rappresentazioni, e, qualora lo schema suggerito non garantisca sufficientemente il rispetto di tali principi, l'art. 2423 c.c. consente di derogare dallo stesso. E' proprio in tale ottica che ci si è mossi nel suggerire, nella pubblicazione edita dal Collegio "Le imprese edili nel bilancio CEE" (autore Davide Frugoni), schemi di Stato Patrimoniale e di Conto Economico che presentassero voci caratteristiche del settore delle costruzioni oppure voci modificate rispetto a quelle indicate dalla legge, con il preciso scopo di migliorare ulteriormente la veridicità e correttezza dei bilanci delle imprese di costruzioni.

Il Collegio dei Costruttori Edili di Brescia ancor prima del recepimento della IV direttiva CEE proponeva, ormai da oltre un decennio, ai suoi associati uno schema di bilancio riclassificato adatto all'analisi degli indici e un rendiconto finanziario, pur non previsto tra i documenti obbligatori per legge, ma in grado di fornire importanti informazioni sulla situazione finanziaria aziendale.

L'elaborazione del rendiconto finanziario consente di esporre la dinamica finanziaria che si è manifestata in un dato esercizio, mettendo in evidenza le fonti finanziarie, compreso l'autofinanziamento, reperite nel corso dell'esercizio, nonché gli impieghi (investimenti) di risorse e i flussi di capitale circolante generati dalle fonti e assorbiti dagli impieghi.

Rispetto all'obbligo minimo di redarre lo Stato Patrimoniale, il Conto Economico e la nota integrativa secondo gli schemi previsti dalla legge, il redattore del bilancio d'esercizio è libero di scegliere se considerare sufficienti le informazioni contenute nel bilancio "formato CEE", oppure se, in ragione delle dimensioni aziendali, sia opportuno redigere anche il Rendiconto Finanziario.

Lo schema di bilancio riclassificato, che il Collegio dei Costruttori Edili di Brescia adotta per effettuare l'analisi economico-finanziaria del settore, presenta pressoché le stesse caratteristiche della nuova struttura di Stato Patrimoniale e di Conto Economico.

Per la redazione dello Stato Patrimoniale il bilancio comunitario utilizza il criterio della liquidità crescente, dalle voci che richiedono più tempo nello smobilizzo a

quelle più facilmente liquidabili; lo stesso criterio è utilizzato nello studio in esame anche se le voci sono esposte in ordine decrescente di liquidità.

Un altro principio applicato è quello di destinazione, in base al quale ogni singolo elemento patrimoniale viene inserito in un raggruppamento secondo l'effettiva destinazione ad esso attribuita dall'impresa.

Per quanto riguarda il passivo, il legislatore non ha adottato alcun criterio (perlomeno di carattere finanziario) che possa favorire l'analisi dei bilanci; a parte l'evidenziazione dei Fondi rischi ed oneri, del T.F.R. e dei ratei e risconti passivi, tutti gli altri debiti sono raggruppati in singole voci in funzione della loro natura. Il Conto Economico presenta non più una struttura a sezioni contrapposte, bensì a scalare, come quella già suggerita dal Collegio, che evidenzia il reddito prodotto dall'impresa nel corso dell'esercizio attraverso una serie di contrapposizioni tra diverse categorie di costi sostenuti e relativi ricavi conseguiti nel periodo.

Ciò facilita notevolmente l'evidenziazione da un lato dell'assetto reddituale, dall'altro i risultati delle varie aree gestionali con il progressivo formarsi del risultato netto d'esercizio.

Le novità legate alla struttura del bilancio d'esercizio hanno facilitato il lavoro di acquisizione dei dati effettuato dal Collegio eliminando definitivamente l'onere della riclassificazione di tutti i bilanci delle imprese facenti parte del campione analizzato. E' noto come ciascun bilancio, in passato, presentasse una propria struttura; infatti, le norme non prescrivevano schemi vincolanti, ma imponevano un contenuto minimo da rispettare sotto qualsiasi forma. La maggior parte dei bilanci era molto sintetica: le voci avevano un contenuto spesso eterogeneo e ciò rendeva estremamente soggettiva la allocazione delle poste nello schema riclassificato.

Una struttura uguale per tutte le imprese ha reso indubbiamente molto più attendibile l'analisi economico-finanziaria, in quanto è venuta meno la discrezionalità dell'operatore nella fase della riclassificazione delle voci, lavoro propedeutico per procedere all'analisi per indici e flussi finanziari.

Va in ogni caso tenuto presente che permane sempre un margine d'errore rappresentato dalle scelte di allocazione delle poste operate a livello di stesura del singolo bilancio d'esercizio.

La presente analisi si riferisce al periodo che va dal 1995 al 2000; per l'anno 2000, in particolare, essa coinvolge 293 imprese di costruzioni iscritte al Collegio dei Costruttori edili di Brescia, aventi sede legale nella provincia ed il cui bilancio d'esercizio si è reso disponibile per l'analisi grazie al regolare reperimento presso la Camera di Commercio di Brescia.

Nell'ambito di tali imprese se ne sono selezionate 205 che nell'anno considerato hanno conseguito un valore della produzione superiore ai 2 miliardi e che rappresentano oltre il 95% dell'intera produzione dei bilanci reperiti.

Il campione di riferimento si è leggermente ristretto nell'ambito dell'analisi dei

flussi; 174 imprese sono state quelle che sia nel 1999 che nel 2000 hanno realizzato un valore della produzione superiore a 2 miliardi.

Sulla base di questi presupposti la scelta del campione è tale da assicurare un'elevata significatività dei risultati.

La selezione si è limitata a considerare le maggiori imprese di costruzioni aventi forma giuridica di S.p.A., di S.R.L. e S.C. a R.L. in quanto si è ritenuto che una indagine riferita alle imprese di più grandi dimensioni fosse preferibile ad una rilevazione campionaria casuale, poiché in questo modo si sarebbero ottenuti risultati di immediato valore generale.

Inoltre, riducendo ulteriormente il campo d'indagine alle sole imprese aventi forma societaria, è stato possibile utilizzare come supporto statistico di base il bilancio di esercizio con notevoli vantaggi soprattutto sotto l'aspetto della disponibilità dei dati.

Il bilancio di un'impresa, pur con tutte le limitazioni note, è infatti l'unica fonte statistica in cui compaiono, gli uni immediatamente riferibili agli altri, dati reali e dati finanziari, dati sulle consistenze e dati sui flussi.

Si è scelta una tecnica di campionamento non-probabilistico; con tale procedimento l'estrazione dei campioni non avviene in base a principi casuali, ma secondo una scelta ragionata, definita della "campionatura esplorativa", che è sicuramente la più soggettiva, in quanto viene effettuata scorrendo "a vista" le aziende analizzabili e scegliendo in ciascun esercizio le imprese che abbiano conseguito nel periodo 1995-2000 un valore della produzione superiore a 2 miliardi di lire, secondo una selezione fatta anno per anno.

Nel complesso le aziende campione impiegano oltre il 20% dei lavoratori dipendenti nell'industria edile e coprono, secondo una sommaria stima, circa il 30% dell'intero fatturato del comparto bresciano che presenta, come in tutta Italia, un marcatissimo fenomeno di polverizzazione delle aziende.

Per quanto riguarda l'analisi condotta per flussi finanziari in considerazione di quanto sopra esposto circa le caratteristiche dimensionali del campione ($VdP > 2$ miliardi), si è ritenuto non corretto mantenere lo stesso campione utilizzato per l'analisi degli indici, data la continua variabilità delle imprese appartenenti al campione del singolo anno. Pertanto si è creato un sottocampione costituito dalle imprese (il cui valore della produzione è pari ad oltre l'87% di quello realizzato dalle aziende analizzate) che nei due anni successivi avevano i requisiti per appartenere al campione, in modo da rendere confrontabili i dati emersi dall'indagine. L'analisi per flussi, anche se riferita ad un campione e non alla totalità delle imprese, fornisce informazioni che sono pur sempre riferibili all'intero settore delle imprese edili bresciane. I dati che si evincono, espressi in valori (quantità) anziché in indici (ratios) sono pertanto illustrativi di scelte finanziarie proprie delle aziende appartenenti al settore nel suo complesso.

LA RICLASSIFICAZIONE DEI VALORI DI BILANCIO

L'indagine viene svolta ricorrendo alla tecnica degli indici di bilancio applicati ai valori già riclassificati secondo il nuovo schema obbligatorio.

I quozienti (o ratios) di bilancio sono ritenuti uno degli strumenti più idonei, nell'ambito della tecnica dell'analisi di bilancio, per accertare la situazione economico-finanziaria d'azienda.

Vanno ribadite le critiche e le limitazioni sovente formulate circa questo tipo di approccio; generalmente esse muovono dall'assunto che la tecnica degli indici, pur consentendo di delineare immagini aziendali sufficientemente chiare e fedeli relative allo scadere dell'esercizio, non sanno essere effettivamente rappresentative delle concrete dinamiche aziendali: solo l'impiego dei flussi finanziari renderebbe possibile cogliere l'evoluzione della struttura patrimoniale e finanziaria, delle sue componenti fondamentali di impieghi e fabbisogni, in particolare in una visione dinamica, ed in termini di capacità e modalità di formazione di capitale circolante netto e di variazione nelle sue componenti.

Tuttavia in questa sede, mediante l'impiego dei soli indici di bilancio, nella consapevolezza che nel settore edilizio, come d'altronde in qualunque comparto produttivo, non esistono due imprese del tutto simili più di quanto esistano due imprese del tutto diverse, sono stati raccolti, elaborati e commentati i dati di bilancio sufficienti per addivenire ad un quadro completo, seppure statico, del settore edile.

All'analisi è stato dato volutamente un taglio pratico ed operativo prescindendo quindi da considerazioni di carattere teorico che nulla avrebbero aggiunto all'utilità - ed utilizzabilità - dello studio.

Nei paragrafi successivi saranno quindi condotte separatamente le analisi della struttura patrimoniale, finanziaria e di liquidità da un lato e le analisi della situazione economica e di redditività dall'altro.

Sotto il primo aspetto l'indagine si articolerà nell'esame dei valori di struttura patrimoniale (con una disamina dei dati in valore assoluto), nel commento degli indici di struttura patrimoniale, nell'analisi delle caratteristiche delle fonti finanziarie, dell'effetto di leverage e degli effetti del leverage finanziario, nella determinazione del grado di correlazione tra fonti ed impieghi finanziari ed infine nell'esame delle modalità e delle caratteristiche di gestione della liquidità.

Riguardo al secondo aspetto l'esposizione toccherà invece gli argomenti concer-

nenti i valori di struttura reddituale (analizzando l'andamento dei dati in valore assoluto), gli indici di struttura reddituale e gli indici economico-reddituali.

Si precisano di seguito i criteri di classificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico secondo le norme contenute nel D.Lgs. 127/91.

Il legislatore italiano non ha adottato un unico criterio di classificazione delle voci nello Stato Patrimoniale, ma è ricorso all'utilizzo di criteri tra loro assai eterogenei. Partendo dall'attivo patrimoniale, si evidenzia la presenza di ben quattro macroclassi: due grandi raggruppamenti individuati dalle voci immobilizzazioni (B) e attivo circolante (C) da un lato, e la separata indicazione di una macroclasse dei crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (A), distinguendo quelli già richiamati da quelli ancora da richiamare per evidenziare le inadempienze dei soci dovute a mancati versamenti o conferimenti, infine l'ultima grande macroclasse individuata dai ratei e risconti attivi (D).

L'aver adottato il principio della destinazione fa sì che attività patrimoniali di identica natura possano trovare una diversa collocazione, come nel caso delle partecipazioni: se l'impresa detiene partecipazioni in altre società con lo scopo di esercitare una forma di controllo sulla loro gestione, queste troveranno certamente collocazione tra le immobilizzazioni finanziarie; se, viceversa, l'impresa detiene partecipazioni per scopi speculativi, con l'intento dunque di rivenderle nel breve termine, allora andranno iscritte nell'attivo circolante del bilancio d'esercizio.

Due sono i principali raggruppamenti: i fondi rischi ed oneri (B) e i debiti (D) di varia natura; seguono poi l'evidenziazione del trattamento di fine rapporto (T.F.R.) (C) e dei ratei e risconti passivi (E).

Una precisazione va fatta a proposito di una particolare deroga prevista dalla stessa normativa.

La rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società e del risultato economico d'esercizio rappresenta la finalità vera del bilancio e quindi vincola i redattori al rispetto di questa finalità. In senso assoluto non possono esistere la verità e la correttezza. I due termini per avere un contenuto concreto devono necessariamente essere vincolati a precisi parametri di riferimento: innanzitutto la normativa civile (divenuta molto più dettagliata), integrata con i corretti principi contabili di redazione del bilancio.

Il quarto comma dell'art. 2423 c.c. stabilisce deroghe all'applicazione della normativa civile per pervenire ad una rappresentazione fedele della realtà aziendale.

Infatti, è imposto l'obbligo di derogare alle disposizioni di legge sul bilancio quando sussistano le seguenti due condizioni:

- l'eccezionalità della situazione;
- la deroga è necessaria qualora seguendo le disposizioni normative non viene rappresentato il quadro fedele.

Tali condizioni sono peraltro difficili da valutare perciò è esplicitamente richiesto, in caso di deroga, di indicare nella nota integrativa non solo le motivazioni che obbligano a derogare, ma anche gli effetti che essa provoca sul bilancio d'esercizio, ossia quanto maggiori o minori sarebbero stati il patrimonio netto e il risultato d'esercizio se la deroga non fosse stata effettuata.

E' dunque vero che è ammesso evitare l'applicazione della normativa civile sul bilancio, ma è anche vero che devono sussistere le condizioni e deve esserne data adeguata informazione nel documento che è parte integrante del bilancio stesso.

Al fine di aderire maggiormente alla terminologia rinvenibile nello schema imposto dalla IV Direttiva CEE, si è utilizzato il termine "valore della produzione".

Il piano dei conti, utilizzato nella presente analisi, come quello proposto nella pubblicazione "Le imprese edili nel bilancio CEE" è stato successivamente modificato dal legislatore con il D.L. 416/94 convertito con la legge n. 503 del 8 agosto 1994. La novità consiste nella abrogazione delle voci 24 e 25 del Conto Economico: la ben nota "appendice fiscale" al bilancio d'esercizio; con essa viene eliminata anche la voce 23, per ragioni di assoluta inutilità informativa, voce indicante il risultato d'esercizio dopo il calcolo delle imposte, coincidente ora con la voce 26. Dallo schema imposto dal legislatore è agevole pervenire allo schema utile per l'analisi finanziaria.

STATO PATRIMONIALE

Schema riassuntivo

ATTIVO

- A - Crediti v/soci per versamenti ancora dovuti
- B - Immobilizzazioni
 - I Immobilizzazioni immateriali
 - II Immobilizzazioni materiali
 - III Immobilizzazioni finanziarie
- C - Attivo Circolante
 - I Rimanenze
 - II Crediti
 - III Attività finanziarie
 - IV Disponibilità liquide
- D - Ratei e risconti

PASSIVO

- A - Patrimonio netto
- B - Fondi per rischi ed oneri
- C - T.F.R. di lavoro subordinato
- D - Debiti
- E - Ratei e risconti

N.B. I codici alfabetici e numerici sono quelli adottati dalla legge.

CONTO ECONOMICO

Schema riassuntivo

- A - Valore della produzione
- B - Costi della produzione
 - = Differenza
- C - Proventi ed oneri finanziari
- D - Rettifiche di valore di attività finanziarie
- E - Proventi ed oneri straordinari
 - = Risultato prima delle imposte
- 22 - Imposte sul reddito d'esercizio
 - = 26 - Utile (perdita) d'esercizio

N.B. I codici alfabetici e numerici sono quelli adottati dalla legge.

ATTIVITA'

Liquidità immediate: disponibilità liquide dirette, quali: cassa, banche, conti correnti postali.

Liquidità differite: sono investimenti che ritornano sotto forma monetaria a breve termine, al netto di eventuali poste rettificative del passivo. Sono i crediti v/clienti al netto del fondo svalutazione crediti, crediti diversi, ratei e risconti attivi, titoli di stato a breve scadenza.

Liquidità

Disponibilità: vale a dire forme di impiego che si trasformano in mezzi di pagamento quando il ciclo economico produttivo sarà completo; lavori in corso d'esecuzione (S.A.L.), prodotti finiti (immobili non locati destinati alla vendita), materiali edili.

Valori al netto del fondo svalutazione magazzino e degli anticipi da clienti ed acconti su S.A.L. o su vendite.

Il complesso degli impieghi convertibili in denaro, od in altre disponibilità liquide, entro il periodo di un anno, determinano il Capitale d'esercizio (Ce) o "attività correnti" o "capitale circolante".

Magazzino

Immobilizzazioni tecniche:

Impianti macchinari ed attrezzature

Terreni, fabbricati industriali, immobili e mobili

Oneri pluriennali e immobilizzazioni immateriali

Spese di costituzione

Manutenzioni immobilizzate al netto dei fondi ammortamenti

Attivo fisso

Immobilizzazioni finanziarie:

Partecipazioni, obbligazioni ed azioni

Titoli a lungo termine

PASSIVITA'

Passività a breve o esigibilità: fonti finanziarie che comportano pagamenti entro il periodo di un anno
debiti v/banche ed anticipi su mutui
debiti v/fornitori - anticipi a fornitori
debiti diversi a breve: fondo imposte e tasse, IVA, IRPEF, INPS, ecc.

Passività a m/l termine: vale a dire fonti che determinano i pagamenti oltre il periodo di un anno
mutui, obbligazioni ed altri finanziamenti a m/l termine
fondo indennità anzianità
fondo rischi e/o spese future

Capitale netto: nelle sue componenti
capitale sociale, riserve, anche da rivalutazione monetaria
fondi con natura di riserva ed utili di esercizi precedenti
utili dell'esercizio al netto delle perdite d'esercizio

*Capitale
di terzi*

*Capitali
permanenti
(Per)*

Capitale di terzi e capitale proprio formano il totale delle risorse, che ammonta complessivamente al totale del capitale investito (Ci).

La riclassificazione adottata dei componenti positivi e negativi di reddito raccolti nel "conto economico" è del tipo a "valore aggiunto" e riveste una notevole utilità per comprendere l'andamento della gestione economica.

Non interessano tanto le vendite quanto fissare l'attenzione sulla produzione economica svolta dall'impresa.

Per ottenere questo obiettivo si è utilizzata la riclassificazione del conto economico "al valore aggiunto", invece di quella "al costo del venduto", più consona ad imprese industriali.

Si farà riferimento non alle vendite, quali si rilevano dal fatturato conseguito, ma al "valore della produzione", corrispondente al fatturato più la variazione del magazzino "S.A.L." ed "immobili in lavorazione".

Il Conto Economico previsto del Codice Civile, seppur già in forma scalare, deve essere rielaborato onde pervenire ad uno schema che evidenzi alcune grandezze economiche significative.

CONTO ECONOMICO

Valore della produzione = (Vendite) = Ricavi di vendita

- /+ Variazione aree edificabili e stato di avanzamento dei lavori
- + Impianti in economia

Impianti in economia sono costi capitalizzati di opere eseguite con uomini, mezzi e materiali dell'azienda.

Valore aggiunto = Valore della produzione

- consistenze di materiali edili
- costi per servizi industriali (compresi subappalti, opere di terzi)
- costi per servizi amministrativi
- costi per servizi commerciali

Esprime la capacità, impiegando risorse già esistenti (input produttivi), di produrre nuova ricchezza (output produttivi), la quale sarà poi ripartita tra i fattori produttivi che attivamente hanno partecipato alla produzione (capitale e lavoro).

RISULTATO OPERATIVO = (Ro) = Valore aggiunto

- costo personale
- ammortamenti
- accantonamenti (solo per rischi collaudi)

E' il valore aggiunto diminuito della remunerazione dei fattori interni; è il risultato raggiunto con decisioni produttive, amministrative e di mercato. E' l'indicatore che, rapportato alla struttura patrimoniale (capitale investito), individua la redditività dell'attività propria aziendale, cioè il rendimento lordo del capitale investito in azienda.

RISULTATO NETTO = (Rn) = Risultato operativo

- /+ costi/proventi atipici
- /+ costi/proventi finanziari
- /+ costi/proventi straordinari
- /+ imposte e tasse

CI		Ccl		Ccn	Liquidità	Esigibilità	Ct		Per
					Disponibilità	Passività a m/l termine			
					Attivo fisso netto	Capitale Netto			

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE

Le imprese analizzate appartengono ad un campione di società iscritte al Collegio Costruttori e quindi operanti nel settore edile.

Il campione costituito da 205 società, di cui 189 con dipendenti per un totale di oltre 2.900 addetti.

Pertanto, nell'ambito delle imprese di costruzione, sono state considerate anche quelle che tipicamente svolgono attività immobiliare (acquisto/vendita di immobili) escludendole dal calcolo degli indicatori riguardanti il costo del lavoro.

La struttura finanziaria delle imprese edili è fortemente condizionata dalla produzione tecnica dei beni tipici, con cicli temporali molto lunghi.

Inoltre, tali cicli si presentano incerti nella durata in relazione a diverse cause spesso concomitanti quali i motivi climatici, imprevisti tecnici, controversie tra committenti ed imprese, imprevisti legali.

La lunga ed incerta durata del ciclo produttivo ne condiziona la gestione sia economica che finanziaria, richiedendo l'investimento durevole di notevoli risorse finanziarie e ponendo complessi problemi di reperimento di fonti di copertura.

Normalmente l'ampiezza del ciclo tecnico di costruzione non coincide con quella del ciclo economico, che si presenta di maggiore estensione temporale.

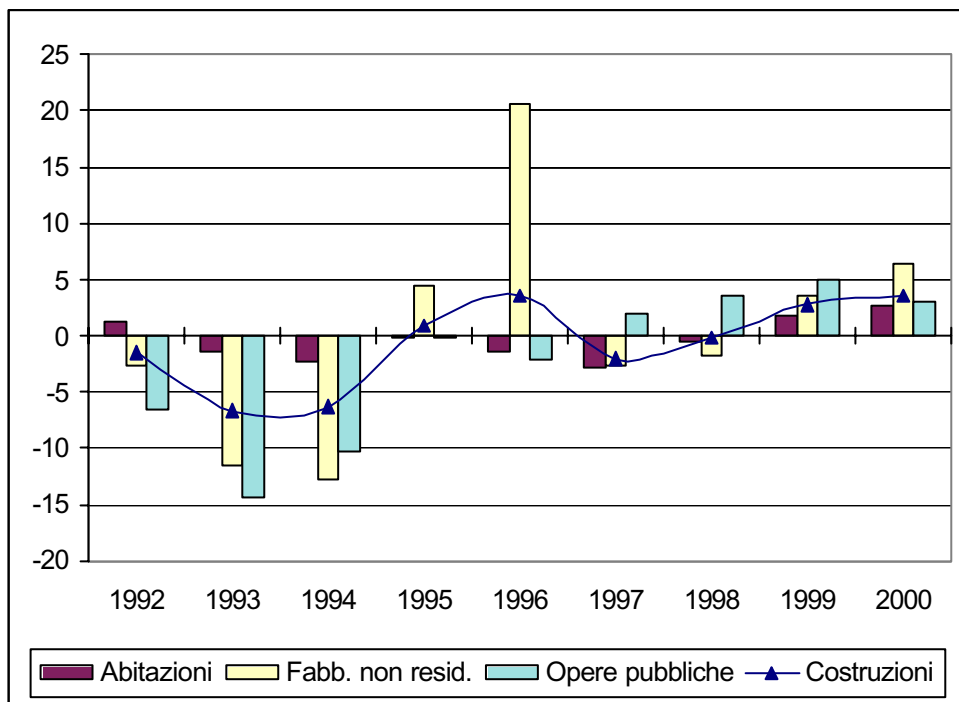
Più ampio ancora è il ciclo finanziario in conseguenza del ritardo economico degli incassi rispetto alla maturazione dei ricavi ed alle corrisposizioni spesso effettuate in via anticipata come anticipi per acquisizioni di aree da edificare e cauzioni.

Nel caso di imprese che operano in proprio il rischio è prevalentemente dovuto alla evenienza di completare il ciclo tecnico-produttivo in momenti di crisi del mercato immobiliare; l'impresa che ha finanziato tutta l'opera, se non riesce a pervenire alla vendita, subisce l'allungamento del proprio ciclo finanziario.

Nel caso dell'impresa che opera su commessa anche se il ciclo tecnico produttivo può presentare una durata più lunga, il rischio di impresa è attenuato grazie al riferimento al contratto di appalto, che pone precise condizioni circa i tempi di pagamento da parte del committente, in relazione all'avanzamento dei lavori. In tali casi si ha generalmente un ciclo finanziario più breve rispetto a quello tecnico. Ciò fa sì che l'impresa possa meglio programmare le proprie necessità di mezzi monetari, oltre che i tempi di finanziamento del lavoro da eseguire, e valutare con discreta approssimazione il momento del rientro finanziario, relativo ai vari stati

di avanzamento dei lavori. Anche in questi casi, comunque, si presentano ugualmente tutti i rischi connessi con l'incertezza di durata del ciclo produttivo; ciò può essere dovuto al fattore stagionale, o a fattori organizzativi, oppure ancora ad imprevisti. Spesso, in relazione alla complessità dei lavori da eseguire, questi rischi possono anche diventare notevoli: basti pensare a errate valutazioni geologiche, per lavori a corpo, all'incompletezza dei progetti, a errate previsioni circa la progressione dei lavori, particolarmente per i rapporti con i subappaltatori, ed in genere ai vari e numerosi contrasti che possono opporre la direzione dei lavori con la direzione di cantiere, ecc.

Si è già accennato in premessa che le imprese edili si sono trovate ad affrontare nei primi anni novanta una fase recessiva, sia della domanda privata che pubblica. Le variazioni della domanda di prodotti edili, ripartiti per natura, nel nostro Paese sono espresse nell'istogramma.



INVESTIMENTI IN COSTRUZIONI
(variazioni % annuali in quantità)

Le conseguenze sulla struttura patrimoniale e finanziaria di una tale recessione economica sono state pesantissime in termini di maggior indebitamento, con situazioni di dipendenza dal capitale di terzi superiori a qualsiasi ottimistica previsione.

Inoltre, non bisogna trascurare che nel settore è sempre più agevole verificare l'esistenza di forme di collaborazione, più o meno durevoli, che in alcune situazioni raggiungono una vera e propria struttura di gruppo, configurato come insieme di imprese, appunto giuridicamente autonome, ma sottoposte ad un'unitaria direzione.

Tali "costellazioni di imprese", pur mantenendo autonomia nella stesura dei bilanci non potrebbero essere analizzate per la reale valenza economica se non come soggetti unitari del campione, anziché singolarmente.

Questa struttura rende necessari studi di statica comparata che utilizzano valori "normalizzati" ossia rapportati ad un'identica unità di misura.

Le fonti finanziarie ed il leverage finanziario

Lo strumento più generale di analisi patrimoniale-finanziaria è l'indice di indipendenza finanziaria o indice di indebitamento primo, il quale evidenzia (si veda Tab. 1) il persistente ricorso delle imprese del settore edile al capitale di terzi.

Nonostante l'aspetto reddituale costituisca l'elemento di maggiore interesse nell'analisi economico-finanziaria del settore edile, lo studio ha inizio con l'esame dei quozienti di solidità e di elasticità della struttura finanziaria-patrimoniale: un adeguato equilibrio finanziario ed una struttura patrimoniale solida rappresentano, da un lato, un valido sostegno alla "eventuale" redditività del settore e, dall'altro, sono gli indicatori della capacità di resistere alle perturbazioni provocate da fenomeni ambientali.

Al tempo stesso, partendo dai risultati espressi dagli indicatori di solidità patrimoniale-finanziaria, si possono valutare i riflessi che tali indicatori possono avere sulla capacità reddituale.

Tab. 1 Rapporto di leverage

(Capitale investito / Capitale proprio)	
1995	6,57
1996	6,14
1997	6,09
1998	6,87
1999	6,23
2000	6,39

Nell'anno 2000 l'indicatore in questione calcolato nel rapporto tra il totale degli investimenti patrimoniali immobilizzati e circolanti, ed il capitale proprio dell'imprenditore si attesta su un valore pari a 6,39, significando che per oltre 6 lire di

investimento nel settore edile, soltanto 1 è costituita da risorse finanziarie fornite dalla società, mentre le restanti 5 provengono da finanziatori terzi.

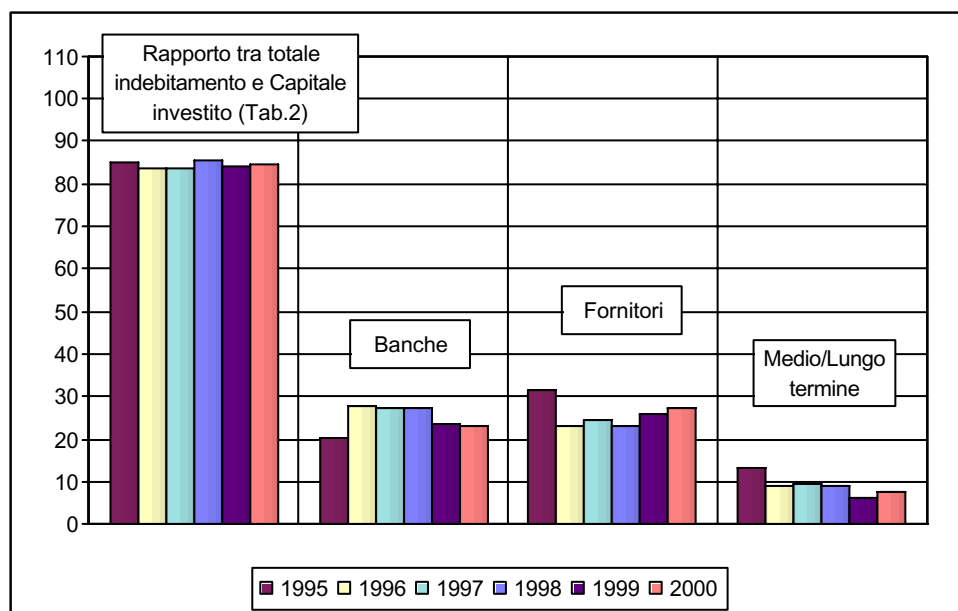
Tanto più il valore dell'indice tende all'unità, tanto maggiore è l'autofinanziamento del settore, e significa che ogni lira di investimento è finanziata da mezzi propri; viceversa, tanto più l'indice di indebitamento primo cresce, tanto più è il capitale di credito a costituire la fonte di finanziamento primaria.

La misura indicata dagli analisti come livello minimo "di guardia" si attesta intorno a 3,5; al di sopra di tale livello si evidenzia una sottocapitalizzazione, quale è quella del settore edile.

Tale situazione può comportare due importanti conseguenze negative:

- il rischio di non ottenere rinnovi o nuovi finanziamenti, e quindi di non essere più in grado di estinguere le passività e rinnovare gli investimenti; tale è proprio la situazione delle imprese edili che incontrano notevoli difficoltà ad ottenere credito sul mercato delle fonti finanziarie;
- il notevole peggioramento della redditività, dovendo il settore retribuire con interessi passivi l'elevato capitale di terzi.

La misura della dipendenza finanziaria trova espressione anche nell'indice che correla l'indebitamento totale e il capitale investito (Tab.2), il quale dai dati del 2000 risulta essere circa dell'84%, ovvero il capitale di credito ha finanziato gli investimenti per circa l'84%: un dato preoccupante se si tiene conto che dottrina e pratica aziendale suggeriscono per le aziende, in generale, anche se non specificatamente per il settore edile, un livello di autonomia finanziaria e



patrimoniale nell'ordine del 50% dell'indebitamento rispetto al totale delle attività aziendali.

Tab. 2 Rapporto tra totale indebitamento e capitale investito

1995	84,78
1996	83,70
1997	83,57
1998	85,45
1999	83,95
2000	84,35

E' anche vero però che il livello dell'indebitamento amplifica la redditività del capitale proprio, almeno fino a quando il rendimento del capitale investito si mantiene superiore al costo dei mezzi di terzi.

Gli indici di indebitamento qui analizzati evidenziano una tendenza al miglioramento della struttura finanziaria; nell'ultimo anno si è confermato quanto già conseguito mediamente negli anni precedenti.

Tale meccanismo merita un approfondimento per comprendere meglio le condizioni che danno origine al leverage e per determinare gli elementi che ne limitano la portata.

L'entità dell'utile netto esposto nel bilancio aggregato del settore non può di per sé fornire indicazioni sulla potenzialità reddituale del settore: è necessario rapportare il reddito operativo della gestione caratteristica (che prescinde dalla gestione finanziaria e straordinaria) al capitale impiegato per produrlo nella sua totalità (che corrisponde al capitale investito, finanziato dal capitale proprio e di terzi).

Detto rapporto, conosciuto come R.O.I. (return on investment) indica percentualmente il rendimento economico della totalità dei mezzi finanziari impiegati nel settore.

Tab. 3 Redditività del capitale investito (R.O.I.)
(Risultato operativo / Capitale investito)

1995	6,27
1996	6,43
1997	5,76
1998	5,55
1999	6,07
2000	7,14

I risultati evidenziati nella successiva Tab.3 indicano che la redditività ha subito un sensibile calo negli anni 1997-1998 per poi migliorare sensibilmente nell'anno 2000.

Si tratta del miglior risultato di periodo.

La misura minima che il R.O.I. dovrebbe avere per essere considerato soddisfacente è quella equivalente al costo medio del denaro.

Il livello raggiunto dall'indice è risultato superiore di circa 4 punti percentuali al costo medio della provvista rappresentato dal rapporto tra gli oneri effettivamente sostenuti dall'azienda ed il complesso del capitale di terzi, sia esso oneroso (debiti verso banche, verso istituti a medio termine), sia a titolo gratuito (debiti verso fornitori) o a parziale rivalutazione (trattamento di fine rapporto dei dipendenti).

Tab. 4 Costo medio del capitale di terzi
(Oneri finanziari / Capitale di terzi)

1995	4,83
1996	5,42
1997	4,51
1998	3,49
1999	2,66
2000	2,91

La Tab. 4 evidenzia che il costo medio del capitale di terzi subisce un aumento dal 1995 al 1996, attestandosi comunque su un livello accettabile; tuttavia negli ultimi tre anni si assiste ad un calo vistoso del costo del denaro essenzialmente per effetto della generale riduzione dei tassi di interesse applicati dal sistema bancario.

Il dato risulta essere estremamente positivo a dimostrazione di una ragionata politica di provvista finanziaria.

Tab. 5 Differenza algebrica tra la redditività del capitale investito (Tab. 3) ed il costo medio del capitale di terzi (Tab. 4)

1995	+ 1,44
1996	+ 1,01
1997	+ 1,25
1998	+ 2,06
1999	+ 3,41
2000	+ 4,23

Nell'ultimo anno si conferma quanto già riscontrato nei periodi precedenti: con una ragionata politica finanziaria le imprese edili bresciane trasferiscono il proprio indebitamento a partire dal 1996 dal breve al medio termine.

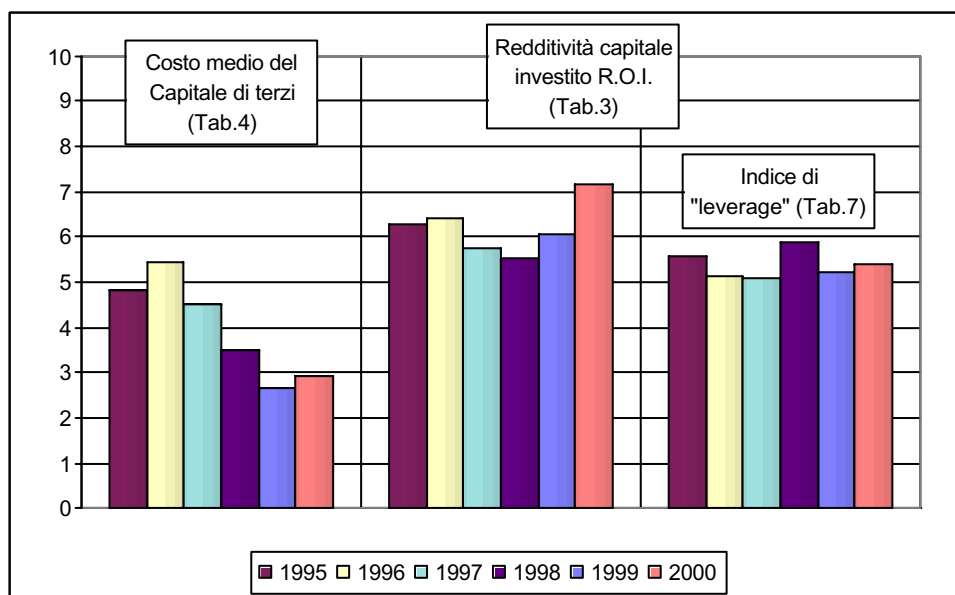
Nel 2000 le banche finanziano a breve meno del 25% del fabbisogno finanziario, che viene così coperto dai fornitori che nel tempo assorbono quote di finanziamento.

Tab. 6 Incidenza dei debiti rispetto al totale delle risorse finanziarie complessive, distinti per categoria di finanziatori (valori percentuali)

	Banche	Fornitori	M/L termine
1995	20,51	31,73	13,35
1996	28,01	23,33	9,33
1997	27,57	24,80	9,63
1998	27,18	23,32	9,14
1999	23,57	26,11	6,44
2000	23,12	27,30	7,63

N.B. - La quota residua a completamento del 100% delle risorse finanziarie è costituita da debiti a breve di diversa natura.

Tornando al fenomeno della leva finanziaria, si rende necessario un confronto tra il rendimento lordo del capitale investito nel settore edile ed il tasso di indebitamento.



In una condizione di redditività lorda del capitale investito superiore al costo medio del capitale di terzi, si ha una convenienza al ricorso all'indebitamento per finanziare l'attività del settore: l'effetto positivo che ne deriva ha conseguenze immediate in termini di redditività del capitale proprio.

Esiste un ulteriore fattore moltiplicatore dell'effetto positivo sulla redditività del capitale proprio, rappresentato dall'indice di leverage (Tab. 7): tanto più il capitale di terzi prevale sul capitale proprio, tanto più l'indice cresce, tanto maggiore è l'efficacia della leva finanziaria.

Tab. 7 Capitale di terzi su capitale proprio o "indice di leverage"

1995	5,57
1996	5,14
1997	5,09
1998	5,87
1999	5,23
2000	5,39

La tabella 7 indica la proporzione tra il capitale di terzi ed il proprio.

Analiticamente l'effetto leva si misura:

$$\left(\frac{Ro}{Ci} - \frac{OneriFinanziari}{Ct} \right) \times \frac{Ct}{Cp}$$

Sul fronte dei risultati relativi all'anno 2000, si realizza una differenza positiva fra il R.O.I. ed il costo medio della provvista, con un effetto leva finanziaria positivo. Dal '95 al '97 l'effetto leva complessivo si riduce passando da + 8,01 a +6,37 in conseguenza di un minore differenziale positivo tra costo del denaro e redditività del capitale investito (Tab.8). Tuttavia negli ultimi tre esercizi si assiste a un sensibile incremento dovuto al miglioramento del differenziale algebrico tra redditività e costo del denaro.

Tale situazione ha un riflesso diretto sull'indice di redditività del capitale proprio. Oltre a quelli che sono i vantaggi di una leva positiva vanno però tenuti presenti i rischi dell'indebitamento.

La maggior redditività che un alto tasso d'indebitamento offre rispetto al caso in cui il ricorso al credito sia fatto in misura moderata, altro non è che la contropartita del rischio finanziario, ovvero del rischio che la leva finanziaria da positiva diventi negativa a causa di mutate condizioni di mercato o di impresa (ciò che è già successo negli anni addietro).

In precedenti edizioni è stato sottolineato che le imprese edili bresciane, se pur in presenza di una congiuntura favorevole, non hanno saputo realizzare risultati eco-

nomici in grado di ottenere un risultato operativo calcolato sul capitale investito (R.O.I.) significativamente superiore al costo della provvista in denaro.

Tuttavia nell'ultimo esercizio si assiste ad una crescita significativa che evidenzia l'esercizio di un'attività particolarmente redditizia in un contesto economico in cui l'indebitamento costituisce un valido strumento di accrescimento dei risultati aziendali netti.

Tab. 8 Effetto complessivo della leva finanziaria

1995	+ 8,01
1996	+ 5,18
1997	+ 6,37
1998	+ 12,08
1999	+ 17,82
2000	+ 22,75

La correlazione tra fonti ed impieghi di capitale

A completamento dell'analisi della struttura finanziaria delle imprese del settore edile, in termini di tipologia delle fonti di finanziamento e loro incidenza sulla redditività del settore medesimo, si ritiene necessaria una valutazione degli equilibri finanziari di breve e di lungo periodo, ponendo in relazione gli impieghi e le fonti finanziarie al fine di apprendere le relazioni esistenti tra classi di investimento e classi di finanziamento.

L'analisi degli equilibri finanziari si concretizza con la verifica della solidità patrimoniale, che ha come obiettivo quello di evidenziare se gli investimenti fissi sono stati correttamente finanziati da risorse attinte durevolmente, ovvero di verificare l'attitudine del settore alla solvibilità nel medio-lungo periodo.

Tab. 9 Quoziente di struttura
(Capitale proprio / Capitale fisso)

1995	72%
1996	60%
1997	62%
1998	58%
1999	60%
2000	68%

Gli indicatori che meglio sintetizzano le suddette valutazioni sono il "margine di

struttura" e il "quoziente di copertura delle immobilizzazioni" che individuano rispettivamente la differenza e il rapporto tra capitale proprio e le attività immobilizzate. Essi descrivono la capacità del capitale proprio a coprire i fabbisogni di investimenti durevoli. Se il quoziente di copertura delle immobilizzazioni ha un valore pari o superiore all'unità, gli investimenti fissi sono completamente finanziati con capitale proprio, situazione questa molto positiva per l'azienda.

Viceversa, se inferiore, si ha un ricorso al capitale di credito per finanziare le proprie immobilizzazioni, situazione questa di fatto non necessariamente negativa, purché avvenga con una forma di indebitamento a medio-lungo termine.

Nell'anno 2000 si assiste a un'inversione di tendenza dell'indice in parola il quale dimostra una propensione all'incremento del patrimonio netto (capitale proprio) rispetto agli investimenti fissi. Il fenomeno è spiegabile con il minor impiego di attrezzature dopo i forti investimenti degli anni precedenti, nonché il ricorso ad un indebitamento a medio-lungo termine. La necessità di ricorrere ad indebitamento a medio-lungo termine serve per evitare uno sfasamento temporale tra il momento in cui le immobilizzazioni rientrano in forma di liquidità e quello più immediato in cui bisogna coprire l'indebitamento a breve. Purtroppo, tale situazione è difficile da realizzare nel settore edile, il cui ciclo di produzione lungo e incerto condiziona fortemente la gestione finanziaria; infatti, se pur in presenza di finanziamenti a medio-lungo termine volti a supportare l'iniziativa immobiliare, l'incertezza del mercato e di altri fattori ambientali, piuttosto che organizzativi, fa sì che si allunghino notevolmente i tempi del ciclo finanziario e quindi del recupero della liquidità derivante dalle vendite e dagli stati avanzamento lavori.

La capacità del settore di far fronte ai debiti a breve termine con le attività a disposizione si misura con l'indice di liquidità, dato dal rapporto tra le attività correnti e le passività correnti.

L'indice di liquidità dipende dai seguenti fattori:

- capitale circolante, cioè capitale investito dotato di elevata elasticità per la brevità del suo utilizzo;
- passivo corrente, cioè capitale acquisito caratterizzato da elasticità finanziaria.

Tab. 10 Indice di liquidità
(Attività correnti / Passività correnti)

1995	112%
1996	101%
1997	102%
1998	101%
1999	97%
2000	104%

L'indice di liquidità si attesta su un valore prossimo all'unità, evidenziando un sostanziale equilibrio finanziario a breve termine. Tale equilibrio di breve periodo è spiegabile con la tipicità del settore edile: una parte consistente dell'attivo può essere smobilizzata rapidamente, anche se prevalentemente costituito dalla voce "magazzino", in quanto in esso assumono elevato rilievo gli stati di avanzamento lavori (SAL) che spesso identificano valori già liquidi, o comunque facilmente liquidabili.

Vale al contrario opposta considerazione per i casi nei quali il magazzino sia prevalentemente costituito da "immobili finiti non locati"; in questo caso la difficile rispondenza del mercato immobiliare induce a conclusioni meno ottimistiche circa la liquidabilità dei cespiti in parola. La pratica contabile di non indicare in bilancio separatamente le giacenze di magazzino a seconda della loro natura, nonché l'impossibilità di conoscere con precisione in quale esercizio sono stati ultimati gli immobili in giacenza, non consentono ulteriori approfondimenti in proposito. Dalla Tab.10 non può che rilevarsi una generalizzata capacità di far fronte agli impegni a breve tramite le componenti dell'attivo facilmente liquidabili.

Complessivamente le imprese considerate non presentano difficoltà finanziarie a breve scadenza mantenendosi su parametri accettabili.

La liquidità del settore è altresì funzionale alla politica commerciale delle imprese, in termini di dilazioni di pagamento concesse o "subite" dagli Enti pubblici appaltanti e di durata media dei debiti verso fornitori; tali informazioni sono sintetizzate nei rapporti rotazione dei crediti di regolamento e dei debiti di fornitura.

L'indice di durata media dei crediti v/clienti (indice opportunamente calcolato considerando il rapporto tra i crediti v/clienti, sommati agli stati avanzamento lavori e agli immobili in lavorazione al netto degli anticipi a clienti con il valore della produzione conseguito nell'esercizio) e l'indice di durata media dei debiti v/fornitori (calcolato rispetto al valore della produzione conseguito nell'esercizio) spiegano con quale strategia le imprese edili bresciane abbiano perseguito l'obiettivo dell'equilibrata gestione di tesoreria.

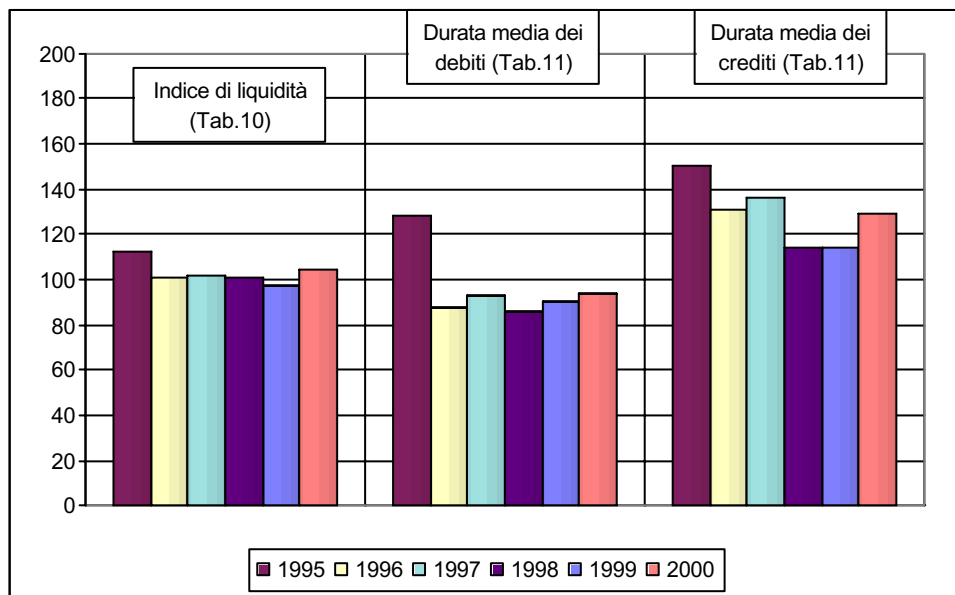
Tab. 11 Durata media dei debiti v/fornitori e dei crediti v/clienti

	debiti	crediti
1995	128	150
1996	88	131
1997	93	136
1998	86	114
1999	90	114
2000	94	129

Tale indice assume il significato di durata media dell'esposizione netta (crediti al netto degli anticipi) e non di durata media dei soli crediti in quanto si ritiene che l'influsso degli anticipi sul ciclo monetario della gestione delle imprese edili sia rilevante; con tale procedura è possibile indagare sulle politiche di vendita seguite nonché effettuare migliori previsioni sulle esposizioni in crediti e sui rispettivi flussi in entrata nonché sulla loro dislocazione temporale in relazione alle previsioni di vendita.

Dalla Tab. 11 si può riscontrare quale sia stato l'andamento degli indici in parola negli ultimi sei anni ed avere così informazioni sulla capacità delle imprese edili di autoalimentarsi attraverso i flussi finanziari provenienti dalle vendite.

Nell'esercizio 2000 si confermano i commenti già espressi negli ultimi esercizi; eccessivamente breve risulta essere la durata media dei debiti verso i fornitori, passati da 4 mesi nel 1995 a 3 mesi nell'ultimo anno, contro dilazioni concesse ai clienti superiori ai 4 mesi.



ANALISI DELLA REDDITIVITA' DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE

L'analisi per indici del settore edile bresciano si completa con la valutazione della redditività, ovvero con la verifica dell'attitudine delle imprese esaminate a remunerare nella misura adeguata il capitale proprio e di conseguenza a generare flussi finanziari volti a migliorare la struttura finanziaria e la liquidità. Verificare la capacità del settore a produrre utili che non vengono distribuiti, significa altresì valutare la possibilità di avviare un processo di autofinanziamento destinato a consolidare la struttura patrimoniale in termini di capitale proprio.

La capacità a produrre reddito si misura attraverso l'indicatore R.O.E. (Return on Equity) o redditività del capitale proprio. Esso è determinato dal rapporto tra il risultato netto d'esercizio (utile o perdita) e il capitale proprio.

Tab. 12 Redditività del capitale proprio (R.O.E.)
(Risultato d'esercizio, cioè utile o perdita / Capitale proprio)

1995	10,91
1996	6,32
1997	5,21
1998	5,90
1999	11,33
2000	9,68

Nell'esercizio considerato la redditività del capitale proprio si mantiene in linea con l'esercizio precedente.

Al fine di meglio comprendere i fattori determinanti tale risultato è opportuno procedere alla scomposizione dell'indicatore della redditività in tre quozienti, ciascuno dei quali sintetizza l'effetto sul R.O.E. generato dalla gestione caratteristica, distinguendola da quella non caratteristica:

- l'indice di indebitamento (Ci/Cn) (Tab. 1) o rapporto di leverage
- l'indice di redditività del capitale investito (Ro/Ci) (Tab. 3)
- l'indice di incidenza degli oneri e proventi estranei alla gestione tipica (Rn/Ro).

Analiticamente si identifica il saggio del reddito (Rn/Cn) come il risultato del prodotto dei tre indici:

$$\frac{Rn}{Cn} \% = \frac{Ro}{Ci} \times \frac{Ci}{Cn} \times \frac{Rn}{Ro}$$

Il primo fattore è rappresentato dalla redditività del capitale investito (R.O.I.) (Tab.3); il secondo fattore è dato dall'indice di indebitamento o rapporto di leverage (capitale investito/capitale netto) (Tab.1); ed infine, il terzo fattore è il tasso di incidenza del reddito netto sul reddito operativo (reddito netto/reddito operativo). Quest'ultimo esprime il peso degli oneri finanziari riguardanti il finanziamento delle attività produttrici di reddito (appartenenti alla gestione caratteristica e non): se assume un valore pari all'unità significa che non esistono componenti estranei alla gestione caratteristica (es. oneri finanziari o imposte sul reddito), pertanto l'influenza sulla redditività è nulla. Tale ipotesi non appare decisamente verosimile, in quanto detto quoziente assume in genere un valore inferiore all'unità e l'effetto riduttivo sul risultato netto è tanto maggiore quanto maggiori sono gli oneri finanziari.

Va precisato infatti che se l'indebitamento (il secondo fattore) esercita un effetto leva positivo sulla redditività del settore, viceversa il tasso di incidenza degli oneri finanziari, essendo normalmente inferiore a 1, a parità di tutti gli altri elementi attenua, fino ad annullarlo, in alcuni casi, l'effetto moltiplicatore dell'indebitamento.

Nell'esercizio considerato il R.O.E. è pari a 9,68% :tale risultato è confermato da un incremento del R.O.I. a 7,14%, in presenza di un incremento del rapporto di leverage (Ci/Cn), da 6,23 a 6,39. La rilevanza dell'indice di redditività del capitale investito (già ampiamente trattato), e le sue connessioni con l'andamento dei processi economici dell'impresa, induce ad individuare i fattori che influenzano lo stesso, in modo statico e dinamico.

L'indicatore della redditività del capitale investito è di conseguenza quello che meglio esprime la capacità reddituale connessa alla gestione economica caratteristica (non tiene in considerazione gli effetti provocati dalla gestione finanziaria e straordinaria) e al tempo stesso consente di trarre importanti giudizi sulla capacità di reddito tendenziale nel lungo periodo.

Il R.O.I. può essere scomposto a sua volta in due fattori espressi nella seguente formula:

$$\frac{Ro}{Ci} \% = \frac{Ro}{\text{Valore della produzione}} \% \times \frac{\text{Valore della produzione}}{Ci}$$

indica come la redditività del capitale investito è funzione del legame tra i prezzi di vendita ed i costi complessivi della gestione caratteristica, ma anche del volume di attività svolta, cioè del turn-over del capitale investito in azienda in termini di vendita.

La redditività delle vendite (detta anche R.O.S.= Return on Sales) che normalmente viene calcolata rapportando i ricavi di vendita al reddito operativo, nel settore delle costruzioni si ottiene considerando, oltre al fatturato, anche i ricavi relativi ai lavori eseguiti ma non ancora realizzati.

Se esso è positivo, esprime la porzione di ricavo netto ancora disponibile dopo la copertura di tutti i costi attribuiti alla "gestione caratteristica".

Le variabili dell'indice di redditività delle vendite sono così sintetizzabili:

- ricavi netti operativi cioè quantità fisiche vendute e prezzi di vendita;
- costi operativi ovvero consumi di materie, costi di manodopera, ammortamenti.

Tab. 13 Redditività delle vendite (R.O.S.)
(Risultato operativo / Valore della produzione)

1995	6,25
1996	5,95
1997	5,37
1998	5,18
1999	5,41
2000	6,22

Come ampiamente illustrato per "vendite" si intende il valore della produzione calcolato considerando oltre alle vendite effettuate anche la variazione intervenuta nelle rimanenze di lavori in corso (S.A.L.). Il R.O.S. costituisce il maggior indicatore della capacità di reddito; dal '96 le imprese edili hanno conseguito valori sempre più bassi realizzando i minori valori mai conseguiti nel decennio, seppur nell'ultimo esercizio si sia registrato un lieve rialzo.

Nonostante una ripresa del mercato immobiliare, gli indici indicatori del reddito non manifestano significativi miglioramenti.

L'altro indice che determina il valore del R.O.I. è il tasso di rotazione del capitale investito.

Esso segnala un ordine di grandezza che misura la mobilità degli investimenti aziendali.

Tab. 14 Tasso di rotazione del capitale investito
(Valore della produzione / Capitale investito)

1995	1,00
1996	1,08
1997	1,07
1998	1,07
1999	1,12
2000	1,15

In altri termini, esprime, sotto il profilo finanziario, il numero di volte con cui il capitale investito viene recuperato nel periodo considerato per mezzo delle vendite, intese come espressione del volume di attività aziendale. Il quoziente in esame si costruisce ponendo al numeratore i ricavi di vendita costituiti dai prezzi e dai volumi fisici di vendita e al denominatore il capitale investito, dato dalla somma tra capitale circolante e capitale fisso.

Nell'anno 2000 si riscontrano i medesimi risultati conseguiti già nel precedente esercizio in termini di propensione a produrre ricchezza, misurata in quantità lavorate (Tab.14).

Tuttavia rispetto all'anno precedente, come si evince dalla Tab. 13, risulta una redditività tra le più alte degli anni analizzati, che correlata alle quantità prodotte (Tab.14) produce un risultato complessivo netto (Tab. 12) positivo.

Esso può essere scomposto nei suoi fattori determinanti che meglio spiegano l'andamento dell'indice:

- l'indice di rotazione del capitale di esercizio: valore della produzione/Ce
- l'indice di rotazione delle attività fisse: valore della produzione/Att. Fisse (o capitale fisso).

L'indice di rotazione del capitale di esercizio rappresenta la capacità dell'azienda di autoliquidarsi; più rapidamente ritornano in forma liquida gli impieghi in capitale circolante, meno pressante è il problema degli sfasamenti temporali tra entrate ed uscite finanziarie.

Dalla Tab. 15 emerge una conferma dei dati già emersi nell'anno precedente.

Tab. 15 Indice di rotazione del capitale d'esercizio
(Valore della produzione / Capitale d'esercizio)

1995	1,27
1996	1,48
1997	1,46
1998	1,43
1999	1,53
2000	1,49

Tanto migliore è questo indicatore tanto meno è necessario ricorrere a risorse finanziarie esterne per sostenere lo sviluppo aziendale.

Tab. 16 Indice di rotazione delle attività fisse
(Valore della produzione / Attività fisse)

1995	4,75
1996	3,98
1997	4,02
1998	4,27
1999	4,17
2000	5,00

La Tab. 16 mostra che le quantità lavorate sono in crescita anche rispetto alla struttura fissa aziendale; a controprova che le imprese edili bresciane godono di una soddisfacente struttura produttiva.

L'ANALISI E L'EVOLUZIONE DEI PRINCIPALI COSTI: IL MARGINE DI CONTRIBUZIONE

Al fine di completare l'analisi economico-finanziaria oggetto del presente lavoro è di estrema importanza poter conoscere l'andamento dei costi aziendali al variare della produzione e quale incidenza essi abbiano sul valore della produzione.

E' possibile dunque distinguere i diversi costi aziendali: quelli fissi da quelli variabili.

Tab. 17 Incidenza del costo delle materie prime e semilavorati sul valore della produzione

1995	37,93
1996	33,12
1997	32,31
1998	35,23
1999	36,12
2000	33,22

La Tab.17 indica l'evoluzione del costo sostenuto per l'acquisizione delle materie prime e dei semilavorati rispetto al valore della produzione.

Nell'anno in esame l'indice conferma i risultati già conseguiti negli anni precedenti, confermando una costante proporzione tra costi di acquisizione delle materie prime e prezzi di vendita del prodotto edile.

Tab. 18 Incidenza degli ammortamenti sul valore della produzione

1995	2,50
1996	2,97
1997	3,10
1998	2,65
1999	2,56
2000	2,67

L'altro costo di natura operativa, vale a dire l'ammortamento degli impianti e delle attrezzature, costituisce una componente di costo percentualmente non

di rilievo, e si attesta su valori tra il 2% e 3%.

Va rilevato che in relazione alle nuove norme sul sistema di qualificazione secondo le precisazioni di cui al D.P.R. 34/2000 per la partecipazione ad appalti pubblici, le imprese edili bresciane rispettano la soglia minima del 2% di ammortamenti sul valore della produzione, confermando la presenza di una struttura produttiva organizzata anche rispetto ai parametri previsti per appalti pubblici.

Tab. 19 Incidenza dei costi generali sul valore della produzione

1995	2,97
1996	2,97
1997	2,42
1998	1,93
1999	1,74
2000	1,63

Per quanto riguarda i costi generali, vale a dire i costi amministrativi e di gestione, continua la tendenza al ribasso a seguito della politica costante di contenimento delle spese fisse.

Tab. 20 Incidenza del costo della manodopera sul valore della produzione

1995	15,15
1996	16,71
1997	16,80
1998	14,27
1999	13,61
2000	14,08

Anche il costo del lavoro, che costituisce in edilizia una delle componenti più importanti, è sotto il controllo attento delle imprese.

L'analisi statistica è stata completata dallo studio di un sottocampione costituito da 189 società, tutte caratterizzate dalla presenza di manodopera regolarmente retribuita.

Le imprese di costruzione bresciane, associate al Collegio, rispettano anche in questo ambito i rapporti minimi richiesti per la qualificazione in appalti pubblici.

Pur in presenza di una riduzione dell'incidenza del costo della manodopera, il costo pro-capite (costo del lavoro rispetto al numero degli addetti) risulta essere di circa 95 milioni. Tuttavia ogni addetto partecipa al processo produttivo producendo un valore aggiunto di circa 150 milioni con un

marginale netto per dipendente di poco inferiore ai 55 milioni.
 Un altro indicatore interessante è costituito dal rapporto tra Costi di costruzione beni immobili e valore della produzione.
 Tale indicatore ricomprende le seguenti voci di costo contenute nel nuovo schema di Conto Economico: i costi per servizi, i costi sostenuti per il godimento dei beni di terzi (leasing, affitti, ecc.) e gli accantonamenti per rischi. Il suo valore si attesta intorno al 42%.

Tab. 21 Incidenza degli oneri finanziari netti sul valore della produzione

1995	3,47
1996	3,61
1997	2,93
1998	2,12
1999	1,51
2000	1,78

Va precisato che nella Tab.21 sono stati considerati anche i proventi finanziari, perciò l'indicatore è il seguente:

(Oneri finanziari-Proventi finanziari)/Valore della produzione.

Esso misura l'incidenza degli oneri finanziari, al netto dei proventi, sul valore della produzione. La scelta di valutare gli oneri finanziari netti è dovuta al peso dei proventi finanziari riscontrato nei bilanci delle imprese di costruzione.

L'indice è caratterizzato da una progressiva riduzione legata ad un minore costo del denaro, per la diffusa riduzione del tasso di interesse.

Tab. 22 Incidenza dei costi fissi sul valore della produzione

1995	9,59%
1996	10,19%
1997	9,05%
1998	7,39%
1999	6,35%
2000	6,48%

La Tab.22 indica qual è l'incidenza dei costi fissi, teoricamente insopprimibili, rispetto alle vendite.

A partire dal 1996 i costi fissi sono caratterizzati da una costante discesa confermata anche dal trend decrescente dei costi generali mentre, i costi variabili, dopo un progressivo aumento dal 1995 al 1998, nell'ultimo anno hanno subito una lieve diminuzione.

Tab. 23 Incidenza dei costi variabili sul valore della produzione

1995	88,18%
1996	89,11%
1997	91,37%
1998	93,24%
1999	92,70%
2000	92,02%

Tab. 24 Grado di copertura dei costi fissi del margine di contribuzione
 ([Valore della produzione - Costi variabili] / Costi fissi)

1995	1,23
1996	1,07
1997	0,95
1998	0,92
1999	1,15
2000	1,23

Relativamente alla Tab.24 le due tipologie di costi considerate servono per mettere in rilievo l'andamento del margine di contribuzione, inteso come differenza tra il fatturato e i costi variabili da un lato ed il suo raffronto con i costi fissi.

Il margine di contribuzione è quella grandezza economica che individua la capacità dell'azienda di coprire i costi fissi e costituisce un valido strumento di analisi prospettica, soprattutto in sede di partecipazione a gare di appalto, qualora l'impresa offerente si avvalga di adeguate procedure di analisi dei costi.

L'indicatore in parola presenta un importante miglioramento in relazione alla maggiore capacità di reddito registrata nel settore nell'ultimo esercizio.

IL VALORE AGGIUNTO COME INDICATORE DI ECONOMICITA' AZIENDALE

Il valore aggiunto si può definire come misura della capacità dell'azienda di produrre ricchezza, trasformando le risorse produttive esistenti e remunerando poi gli stessi fattori produttivi con l'utile realizzato.

Il valore aggiunto è considerato il migliore indicatore dell'economicità aziendale. Il tasso di valore aggiunto ha mantenuto un trend pressoché costante con un modesto miglioramento nell'ultimo anno a motivo non tanto di una maggior capacità di reddito, quanto di una maggiore propensione all'investimento in quegli anni.

La Tab.26 indica l'incidenza della remunerazione del fattore lavoro sulla ricchezza prodotta mentre la Tab.27 indica l'incidenza del fattore capitale in termini di assorbimento della remunerazione del capitale investito (ammortamenti), del capitale di terzi (oneri finanziari) e del capitale dei soci (dividendi).

Tab. 25 Tasso di valore aggiunto per capitale investito

1995	24,04%
1996	27,74%
1997	27,12%
1998	23,69%
1999	24,27%
2000	26,38%

Tab. 26 Costo del lavoro sul valore aggiunto

1995	63
1996	65
1997	66
1998	64
1999	63
2000	61

Tab. 27 Utile + ammortamenti + oneri finanziari su valore aggiunto

1995	32
1996	29
1997	27
1998	25
1999	26
2000	25

ANALISI PER FLUSSI FINANZIARI

Il rendiconto finanziario

L'ultimo capitolo del presente lavoro offre il quadro della dinamica finanziaria del settore edile. Lo strumento scelto dagli autori dell'analisi per rappresentare le variazioni economiche finanziarie delle imprese è costituito dal prospetto dei flussi di capitale circolante ovvero rendiconto finanziario.

Nel prospetto esaminato trovano rappresentazione:

- il flusso di capitale circolante operativo inteso come flusso finanziario generato dalla gestione corrente;
- i flussi di capitale circolante prodotti da politiche di finanziamento (accensione e estinzione di debiti finanziari)
- i flussi di capitale circolante prodotti da politiche di investimento e disinvestimento in immobilizzazioni.
- i flussi generati da variazioni del capitale sociale.

Come accennato nel capitolo intitolato "Metodologia dell'indagine" i flussi finanziari sono stati calcolati su un campione d'aziende diverso da quello utilizzato per l'analisi degli indici, in considerazione della vistosa variabilità delle singole aziende appartenenti al campione stesso.

Si è optato per un criterio di puro confronto tra medesime imprese che hanno realizzato sia nell'esercizio 1999 che nell'esercizio 2000 un valore della produzione d'esercizio superiore in entrambi gli anni a 2 miliardi. Sono state prescelte le medesime aziende campione allo scopo di determinare il rendiconto finanziario che per quantità assolute offra uno spaccato della struttura finanziaria che non solo interessa le singole aziende considerate, ma offra informazioni sull'intero campione in quanto il campione delle aziende analizzate ricomprende la quasi totalità delle imprese oggetto del presente studio.

Dall'analisi dei flussi è emersa una buona propensione a produrre capitale circolante netto dalla gestione caratteristica per oltre 90 miliardi, migliorando i buoni risultati degli anni precedenti; tuttavia la liquidità prodotta nell'esercizio in esame è stata totalmente assorbita per impieghi a lento ritorno finanziario, quali, in particolare, gli investimenti in immobilizzazioni immateriali e materiali, per oltre 96 miliardi.

Tabella 28**RENDICONTO FINANZIARIO ANNO 2000**

FONTI DI FINANZIAMENTO	in milioni di lire
Utile/perdita dell'anno di riferimento	26.472
Ammortamenti dell'anno di riferimento	51.664
Accantonamento al fondo T.F.R.	13.124
<hr/>	
Capitale circolante netto gestione corrente	91.260
<hr/>	
RIDUZIONI DI ATTIVITÀ	
Immobilizzazioni immateriali e materiali	0
Immobilizzazioni finanziarie	9.095
AUMENTI DI PASSIVITÀ	
Mutui ed altri finanziamenti	33.297
Fondi rischi ed oneri	3.000
Capitale Sociale	5.634
Perdite esercizi precedenti	0
Riserve e fondi	32.173
<hr/>	
TOTALE FONTI	174.459
<hr/>	
IMPIEGHI	
INCREMENTI DI ATTIVITÀ	
Immobilizzazioni immateriali e materiali	96.525
Immobilizzazioni finanziarie	0
RIDUZIONI DI PASSIVITÀ	
Mutui e altri finanziamenti	0
Fondi rischi ed oneri	0
Capitale sociale	0
Perdite esercizi precedenti	0
Utile d'esercizio (anno 1999)	22.948
Riserve e fondi	0
Rimborso T.F.R. nell'esercizio	7.283
<hr/>	
TOTALE IMPIEGHI	126.756
<hr/>	
VARIAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	+47.703
<hr/>	

La liquidità prodotta dall'attività caratteristica è stata totalmente assorbita dagli impieghi di attività a lento ritorno finanziario (immobilizzazioni tecniche e finanziarie).

Inoltre le imprese edili bresciane hanno migliorato la struttura finanziaria a medio-lungo periodo per circa 33 miliardi e destinando a riserve gli utili conseguiti nel tempo.

Così a fronte di un capitale circolante netto generato da gestione corrente di circa 90 miliardi, pur in presenza di investimenti per oltre 96 miliardi, la liquidità del campione considerato migliora, come si evince dalla Tab. 29 per oltre 47 miliardi, portando il capitale circolante netto alla fine dell'esercizio, dai valori negativi dell'anno precedente ad un flusso netto di 47 miliardi.

Tabella 29

VARIAZIONE CAPITALE CIRCOLANTE NETTO NELL'ESERCIZIO - Anno 2000

	in milioni di lire
Totale impieghi a breve (anno 1999)	1.039.466
- Totale fonti a breve (anno 1999)	1.039.755
<hr/>	
Capitale circolante netto all'inizio dell'esercizio	-289
Variation capitale circolante netto (anno 2000)	47.703
Capitale circolante netto alla fine dell'esercizio	47.414
<hr/>	

CONCLUSIONI

Gli ultimi due esercizi considerati, rappresentano per il settore delle costruzioni edili nella provincia di Brescia, i migliori risultati nel periodo considerato. Nell'anno 2000 si è assistito ad una remunerazione del capitale proprio, misurato in termini di utile netto sul patrimonio netto superiore al 9% contro un'11% dell'anno precedente. Trattasi di risultati estremamente positivi rispetto ad altre forme di investimento finanziario o rispetto all'andamento di altri settori economici.

Tale redditività è stata realizzata grazie alla compresenza di quantità lavorate elevate, come del resto era già accaduto nell'anno 99, nonché all'alto rendimento dei fattori produttivi, misurato con l'indice di redditività delle vendite. L'indicatore economico principale riconosciuto dalla dottrina accreditata è l'indice di redditività del capitale investito R.O.I, che ha raggiunto valori nell'anno 2000 decisamente elevati e pari a 7,14 a dimostrazione di una significativa redditività dell'attività edile.

Dal confronto con il costo medio del capitale di terzi sceso ormai a livelli decisamente contenuti, 2,91% , risulta un'effetto leva finanziaria estremamente positivo che rapportato all'indice di Leverage (indicatore dell'indebitamento), sempre comunque alto nel settore delle costruzioni, porta ad un effetto di leva finanziaria complessivo molto elevato. Costante è la liquidità pur in presenza di un capitale circolante netto che cresce sensibilmente, così come evidenziato nell'indagine per flussi.

L'analisi è completata da alcuni indici "fiscali" quali il rapporto delle imposte d'esercizio (sia IRPEG che IRAP) sul valore della produzione (fatturato), con un valore che si attesta a circa 2,48%.

Sono state altresì calcolate le imposte d'esercizio sul capitale investito ottenendo un risultato pari a circa il 2,85%.

Dall'esame degli indicatori economico-finanziari più significativi delle imprese raggruppate nei tre principali settori merceologici: costruzioni (con un campione di 160 imprese), stradali (con un campione di 41 imprese) e prefabbricati (con un campione di 4 imprese), si evince come, a conferma dei dati relativi all'anno precedente, la struttura finanziaria più debole sia quella delle

imprese di prefabbricazione e di costruzione, a causa del loro eccessivo ricorso al capitale di prestito, mentre le imprese stradali presentano un minor ricorso all'indebitamento.

	Costruzioni	Stradali	Prefabbricazione
R.O.E.	11,02%	6,01%	19,31%
R.O.I.	7,44%	5,47%	11,05%
R.O.S.	6,28%	5,39%	9,08%
Rotaz. capit. investito	1,18	1,02	1,22

Nel 2000 la redditività, evidenziata dal R.O.E., risulta migliore rispetto a quella dell'anno precedente, fatta eccezione per le imprese stradali.

L'indicatore della struttura (capitale proprio su capitale fisso) si attesta per le imprese di prefabbricazione ad un livello ancora piuttosto basso, pari al 47,64%, contro il 73,42% delle imprese di costruzione: ciò sta a significare che nelle imprese di prefabbricazione la capacità del capitale netto di coprire gli investimenti fissi è limitata a circa il 47%; il restante 53% è finanziato con capitale di terzi.

	Costruzioni	Stradali	Prefabbricazione
Indice di leverage	6,65	3,21	4,64
Quoziente di struttura	73,42%	63,89%	47,64%

L'anno 2000 è stato caratterizzato da un sostanziale incremento della domanda di beni immobili con aumenti dei prezzi medi di vendita del prodotto immobiliare, nonostante l'appesantimento del sistema impositivo sui redditi di provenienza immobiliare.

Da anni gli operatori del settore lamentano correttamente una difformità di trattamento tra le rendite finanziarie e le rendite immobiliari a svantaggio di quest'ultime.

Tuttavia, negli ultimi anni si è assistito ad una inversione di tendenza a favore della redditività del mercato immobiliare trascinato al rialzo dall'incremento del PIL e dal miglioramento del tessuto economico nazionale.

Le prospettive di crescita sono tuttavia legate alle scelte che l'Esecutivo farà nei prossimi anni e dalle opportunità che il project financing offrirà agli opera-

tori del settore edile quale strumento altamente innovativo per l'esecuzione di opere di interesse pubblico.

Gli istituti di credito sono chiamati in questa fase ad assumere un nuovo ruolo di approfondimento critico dei progetti finanziabili, abbandonando metodi di valutazione aziendali esclusivamente patrimoniali per intraprendere la strada dell'analisi critica del rischio e della valutazione dei flussi finanziari correlati ad un progetto.

Purtroppo il sistema finanziario italiano si presenta impreparato alla sfida che il legislatore ha voluto proporre con l'introduzione nelle norme degli appalti pubblici di un sistema di finanziamento parziale o totale di opere pubbliche tramite capitali privati e si trova altresì in difficoltà ad effettuare un adeguato studio della capacità di rientro e di remunerazione di un investimento.