

VALUTAZIONI FINANZIARIE. L'ANALISI FINANZIARIA

PREMESSA

Gli aspetti finanziari connessi all'attuazione di un progetto di restauro risultano di particolare problematicità e rilevanza. Si pensi all'ingente impegno di spesa che un intervento di restauro implica ed alla grande dimensione del patrimonio su cui si dovrebbe operare. La qualità e le dimensioni del patrimonio immobiliare, così come il volume delle risorse finanziarie non sono però elementi predefiniti; sono piuttosto l'esito di quotidiane istanze d'intervento avanzate in forme disorganiche ed occasionali da enti locali, associazioni, mondo della cultura, imprese ecc. Ne consegue che, in un contesto in cui è carente la conoscenza della effettiva dimensione del problema ed in cui le iniziative si riducono a fronteggiare, come possibile, l'emergenza, l'analisi finanziaria non ha alcuno spazio di applicabilità. Ciò produce effetti negativi sulla scala della programmazione generale e l'impossibilità di prefigurare un quadro di riferimento globale.

Per contro, singoli progetti d'intervento, nonostante siano alcune volte penalizzati dall'assenza di una politica finanziaria generale (certezza di finanziamenti, tempi di erogazione, tassi di interesse, quote di agevolazione e di defiscalizzazione ecc.), possono utilmente venire assoggettati ad analisi finanziaria sia dall'operatore privato che da quello pubblico. Organismi pubblici istituzionalmente preposti al controllo o all'esecuzione di valutazioni finanziarie ed economiche su progetti di restauro sono i nuclei di valutazione del FIO (Fondo investimenti occupazione) del Ministero del bilancio e della programmazione economica del Ministero per i beni culturali e ambientali.

Dalle esperienze fino ad oggi maturate nel settore del restauro si può rilevare che un negativo condizionamento all'attuazione degli interventi deriva dal volume di ricavi introitati a restauro compiuto, il più delle volte trascurabile e comunque insufficiente a garantire un autonomo equilibrio finanziario dell'operazione. È infatti nota la difficoltà di trarre rendite e profitti, cumulati o differiti, dagli immobili restaurati, o perché questi non risultano alienabili, o perché, a causa di vincoli di tutela o di destinazione d'uso, essi non sono pienamente valorizzabili in rapporto al tipo di domanda di mercato esistente. Diventano così determinanti la possibilità e la capacità di reperire o integrare le proprie disponibilità finanziarie con finanziamenti di diversa natura e provenienza, da ripartire e combinare nelle misure più convenienti. In sostanza, nel progetto di restauro, la definizione e la scelta di strategie finanziarie adeguate assumono un ruolo rilevante, capace di pregiudicare l'esecuzione dell'intervento se non debitamente considerato e programmato. Come già ricordato, pure in assenza di

una specifica politica finanziaria riferita al restauro, è possibile dare una risposta risolutiva alle esigenze ed ai problemi finanziari sommariamente delineati applicando ai progetti d'intervento specifiche analisi finanziarie; al loro interno, gli elementi normativi che risultano non definiti per la generalità delle situazioni possono comunque venire fissati caso per caso.

L'analisi finanziaria, impiegata in modo sistematico e sofisticato nei settori industriali e commerciali avanzati, è utilizzata in maniera limitata e approssimativa in quello della produzione edilizia. In tale settore, quote di profitto imprenditoriale elevate, dovute alla presenza di rendite urbane di posizione, rendono trascurabili i vantaggi, non solo marginali, che possono ottenersi con l'impiego di questa tecnica. Ciò è tanto più vero nel caso di edifici da restaurare, i quali, di norma ubicati nelle zone urbane centrali, sono gravati da rendite fondiarie ancora più elevate.

I OBIETTIVI E CONTENUTI DELL'ANALISI FINANZIARIA

L'analisi finanziaria consente di pervenire alla valutazione della convenienza finanziaria di un progetto. Permette cioè di prevedere se l'investimento finanziario operato per eseguirlo e gestirlo, in un arco di tempo prestabilito, fornirà utili oppure perdite, in che misura ed, eventualmente per chi, ove si decidesse di analizzare gli effetti del progetto non solo dal punto di vista del singolo proponente o responsabile ma anche da quello d'ogni diversa possibile componente sociale interessata, comprendendo in questa dizione tutti gli eventuali soggetti coinvolti in forma singola o collettiva.

Nell'analisi finanziaria, analisi parziali e specialistiche interagiscono tra loro costituendo uno o più possibili cicli di messa a punto degli obiettivi voluti. Dal punto di vista operativo questo tipo di analisi, verificando l'attuabilità finanziaria del progetto, costituisce il primo livello per il raggiungimento di una valutazione complessiva. La procedura di applicazione dell'analisi induce inoltre ad evidenziare la funzione ed il peso di tutti quei fattori che costituiscono i connotati finanziari di un progetto (tempi, costi, ricavi, tipi di finanziamento ecc.) sia nella loro singolarità che nella loro azione sinergica. Ciò aiuta la ricerca di una migliore combinazione dei fattori al fine di selezionare la strategia attuativa più idonea ad ottimizzare l'investimento.

Gli esiti della valutazione dipendono dalla valenza e dal modo in cui vengono assemblati ed articolati alcuni principali ordini di fattori. Essi sono costituiti:

- dal volume di risorse finanziarie attivato dal progetto in uscita ed entrata, cioè dai costi e dai ricavi generati del progetto;
- dai tempi e dalle modalità con cui vengono attuate le diverse fasi del progetto;
- dai modi con cui vengono reperiti e combinati i fabbisogni finanziari per la realizzazione del progetto e dalla loro stessa natura;
- dai livelli dei tassi di sconto adoperati per attualizzare i flussi di cassa.

I costi ed i ricavi considerati sono quelli circoscrivibili al solo sito di attuazione del progetto ed aventi un'influenza diretta sugli operatori e, eventualmente, sulle parti sociali coinvolte. I costi da considerare sono globali si riferiscono, infatti, tanto all'investimento quanto all'esercizio. Quest'ultimi sono costituiti dalle spese di manutenzione ordinaria e straordinaria e dalle spese di gestione; i primi perlopiù

dovuti agli oneri per lavori e per eventuali acquisizioni. I ricavi possono essere di tipo tariffario e non tariffario: essi derivano dai prezzi di cessione o di vendita degli edifici restaurati, dai canoni di locazione, dalle tariffe a diverso titolo percepite per le attività di gestione e da eventuali sovvenzioni.

FIGURA 2

Tutti i costi ed i ricavi relativi ai beni ed ai servizi impiegati e prodotti dal progetto vengono espressi a prezzi di mercato, correnti o previsti ed il loro livello è correlato alla variazione di domanda e di offerta che il progetto procura nei mercati in cui si colloca.

La durata dell'intervento può estendersi al breve, al medio o al lungo periodo. Per durata breve può intendersi, normalmente, un periodo di tempo non superiore ai cinque anni; per durata media può essere considerato un intervallo di tempo fino a dieci-quindici anni; per durata lunga può farsi riferimento ad un periodo superiore ai quindici anni. In base a questa scelta tutti i restanti fattori finanziari del progetto si modificano, variando la loro capacità di interagire, e dando luogo a gradi di convenienza finanziaria differenziati. Per stabilire lo sviluppo temporale complessivo che l'analisi finanziaria prende in esame, occorre partire da un dettagliato programma operativo in cui vengono individuate le diverse fasi attuative del progetto quali ad esempio quelle di acquisizione degli immobili, di approvazione dei progetti, di affidamento, esecuzione e collaudo dei lavori, di eventuale esercizio, vendita, permuta o cessione temporanea o definitiva dell'edificio su cui si è operato. Nel caso in cui l'analisi riguardasse un progetto integrato di restauro, caratterizzato cioè da una pluralità ed eterogeneità di opere su cui intervenire, quanto sopra indicato dovrebbe essere riferito ad ognuna di queste opere. Si fa riferimento ai programmi integrati di intervento previsti in recenti dispositivi di legge (art. 16, l. 179/92, art. 11, l. 493/93). Alle diverse fasi, articolate in successione, deve attribuirsi un tempo necessario per svilupparle e concluderle. La successione delle fasi attuative può essere ottimizzata in rapporto alla contingenza delle situazioni specifiche ed agli obiettivi generali dell'intervento.

FIGURA 3

Il progetto può essere attuato ricorrendo a varie forme di finanziamento: quelle proprie, quelle di terzi e quelle generate dalla progressiva entrata in esercizio dell'intervento che danno luogo all'autofinanziamento. I capitali presi a credito possono essere di fonte privata o pubblica ed i contributi pubblici in conto interesse o in conto capitale. Da qualche anno si vanno sperimentando forme miste di finanziamento che fruiscono, in taluni casi, anche di sostegni finanziari elargiti a fini promozionali. D'altro canto è spesso necessario fare ricorso a più canali finanziari; la capacità di coordinare nei tempi, nelle quantità e nelle modalità di credito le risorse acquisite da terzi costituisce la chiave di volta per realizzare un'iniziativa. Altrettanto fondamentale, specialmente nelle iniziative private, è saper programmare nel tempo, nelle entità e nelle quote di partecipazione, l'impegno finanziario basato su mezzi propri e sull'autofinanziamento del progetto oltre che sul credito ordinario e straordinario.

Come già ricordato, il ricorso a strategie di ingegneria finanziaria, ormai molto sofisticate e diffuse nei settori produttivi più avanzati, è ancora scarsamente utilizzato nel settore edilizio in generale e negli interventi di restauro in particolare. Ma è proprio in tale ambito che esso è destinato necessariamente a svilupparsi. A causa dell'attuale perdurante crisi finanziaria, è diminuita la capacità di intervento delle

strutture pubbliche, ciò impone che alla loro iniziativa si affianchi, con opportune nuove formule incentivanti, quella privata. Quest'ultima non può trascurare la ricerca delle più opportune modalità di ottimizzazione dell'intervento tenendo conto di un efficace controllo pubblico disponibile a riconoscere profitti imprenditoriali ma non rendite urbane di posizione.

I flussi di cassa netti programmati per tutti gli anni di esercizio del progetto devono venire omogeneizzati riportandoli all'anno iniziale e dando un peso decrescente ai flussi futuri rispetto a quelli presenti. Normalmente si tende ad attualizzare costi e ricavi usando un appropriato tasso di sconto che riflette il costo-opportunità delle risorse impiegate dall'operatore per il progetto in esame. Esso rappresenta il saggio di rendimento derivante dal miglior impiego alternativo di dette risorse (ad esempio interessi attivi sui depositi a termine, interessi sui BOT, redditività di altri investimenti ecc.). Nei casi più semplici può anche utilizzarsi il tasso di interesse stabilito sui prestiti contratti dall'operatore. La variabilità di tale saggio, funzione della situazione economica generale contingente, può modificare anche sostanzialmente il valore dei capitali attualizzati offrendo vari livelli di convenienza finanziaria del progetto.

2 I CRITERI DI VALUTAZIONE

L'analisi finanziaria utilizza come fattore di valutazione la convenienza finanziaria di un progetto espressa in valori monetari. Le procedure per quantificarla si basano sui flussi di cassa netti, riportati all'attualità con opportuno tasso di sconto r , generati dal progetto e costituiti dai saldi algebrici fra tutti i ricavi R_i , compresi tra 1 ed n , e tutti i costi C_i , compresi tra 1 ed n , che si verificano in ciascuna delle fasi temporali t in cui è articolata la vita utile del progetto. I criteri di calcolo più frequentemente utilizzati sono quelli del valore attuale netto, del rapporto ricavi-costi e del saggio di rendimento interno.

Altri indicatori di rendimento meno utilizzati, che in questa sede non vengono trattati, sono il "ritorno dell'investimento" ed il "tempo di recupero". Il ritorno dell'investimento esprime il rapporto tra utile operativo e capitale netto investito. È tipico nell'analisi di bilancio ex post. Il tempo di recupero costituisce il numero di anni necessario affinché i flussi monetari netti positivi generati dal progetto, cumulandosi, uguagliano il flusso negativo iniziale occorso per realizzarlo. È necessario utilizzarlo come criterio aggiuntivo e non sostitutivo per il calcolo della redditività.

Il valore attuale netto (VAN) del progetto rappresenta la differenza fra i valori attualizzati, a opportuno saggio, degli introiti e degli esborsi che si prevede vengano prodotti nella sua attuazione; Il VAN, formalmente, è rappresentato dalla seguente espressione:

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{R_i - C_i}{(1+r)^i}$$

Un progetto è giudicato accettabile in presenza di un valore attuale netto positivo; più progetti alternativi, o più alternative inerenti ad un progetto, possono ordinarsi gerarchicamente in base a valori decrescenti dei rispettivi valori attuali netti. Il valore attuale netto esprime, in valori assoluti, la redditività complessiva di un progetto. Costituisce il criterio più indicato nei casi in cui si debba

FIGURA 1 • Schema delle interazioni tra i principali momenti operativi dell'analisi finanziaria.

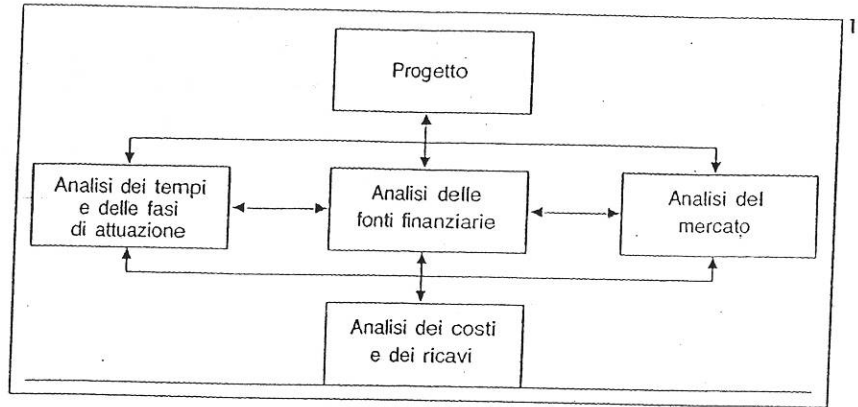


FIGURA 2 • Principali tipologie di costi e ricavi da considerare nell'analisi finanziaria per interventi di restauro.

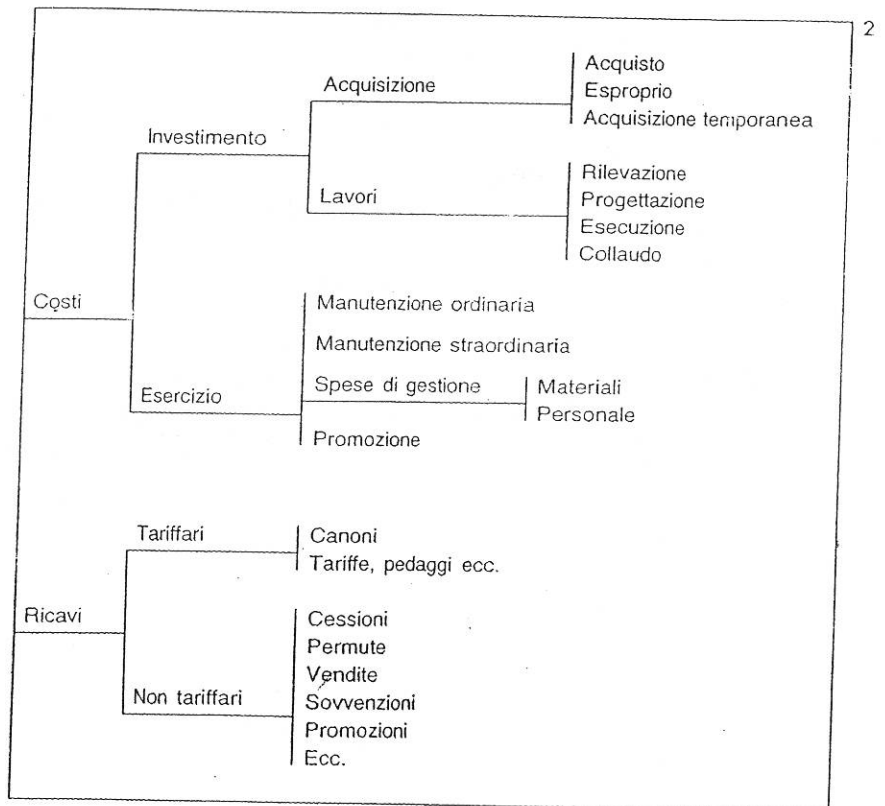


FIGURA 3 • Schema di programma operativo dei tempi e delle fasi di attuazione di un progetto.



scegliere tra due progetti che si escludono a vicenda ed ove occorra valutare in base alla dimensione della convenienza finanziaria di un singolo progetto, cioè in base al valore assoluto dei ricavi netti. Questo criterio favorisce la scelta di progetti d'investimento di grandi dimensioni, rispetto a quelli di dimensioni ridotte. Il valore attuale netto è, evidentemente, funzione decrescente del tasso di sconto, per cui la scelta tra più progetti basata su questo criterio resta valida se il saggio di sconto viene univocamente determinato.

Il criterio del rapporto ricavi-costi (*RRC*) è una variante di quello basato sul valore attuale netto: invece della differenza, calcola il rapporto tra ricavi e costi attualizzati. Esso può esprimersi attraverso la seguente espressione:

$$RRC = \sum_{i=1}^n \frac{R_i/C_i}{(1+r)^n}$$

Il rapporto ricavi-costi evidenzia i ricavi forniti dal progetto per unità di capitale investito; indica, cioè, quante unità monetarie di ricavi attualizzati sono prodotte da ogni unità monetaria di costi attualizzati. È quindi un criterio idoneo a stabilire ordini di priorità tra più progetti "accettabili" se l'aspetto finanziario con cui riguardarli è quello della più alta produttività del capitale investito. Secondo tale criterio un progetto è accettabile quando il rapporto ricavi-costi è maggiore di uno. Tra più progetti che non si escludono a vicenda viene preferito quello avente il rapporto più elevato. In tali casi, ed in presenza di capitali limitati, rappresenta il criterio di valutazione più indicato poiché distribuisce in maniera ottimale un volume di risorse prestabilito tra progetti comunque meritevoli, stabilendone un ordine di priorità. Questo criterio può condurre a risultati diversi in funzione della maniera in cui vengono classificati costi e ricavi. Alcuni effetti finanziari dei progetti si prestano alternativamente ad essere computati come "costi risparmiati" o come "ricavi"; ed altri come "minori benefici" o come "incrementi di costo". È in relazione a tali diverse possibili classificazioni che il rapporto ricavi-costi può variare sensibilmente.

Il progetto con il più alto valore del rapporto ricavi-costi non sarà necessariamente quello con il più elevato valore attuale netto; tale criterio, perciò, non può venire utilizzato per scegliere tra progetti alternativi che si escludono a vicenda, tranne che il suo impiego sia associato alla stima del valore attuale netto.

Il criterio del tasso di rendimento interno (*TRI*) si basa sull'individuazione della dimensione del saggio di sconto capace di annullare il valore attuale netto del progetto o anche di rendere il valore degli introiti attualizzati uguale al valore degli esborsi attualizzati. Formalmente il tasso di rendimento interno è dato dalla seguente espressione:

$$TRI = \sum_{i=1}^n \frac{R_i - C_i}{(1+r)^n} = 0$$

Il tasso di rendimento interno rappresenta pertanto il saggio medio di crescita di un investimento nel periodo di tempo considerato. Alternativamente, se interpretassimo il tasso di rendimento interno come tasso di interesse attivo sul capitale investito e lo determinassimo in termini di costo-opportunità, esso definirebbe il valore limite che è possibile attribuire al saggio di sconto prima di trasformare l'investimento in una perdita rispetto al miglior impiego alternativo di quelle risorse. Un progetto sarà accettabile in base a tale criterio se il saggio di rendimento interno non risulterà inferiore al saggio di riferimento predeterminato. L'accettabilità del progetto non può essere accertata senza aver prestabilito un saggio di riferimento. Tra progetti alternativi verrà preferito il progetto con il saggio di rendimento più alto tenendo presente che, essendo il TRI fortemente influenzabile da fattori come la durata della vita utile dei progetti e la distribuzione temporale di costi e benefici, i risultati vanno accolti con molta cautela. È preferibile impiegare questo criterio di valutazione nei casi di scelta fra opzioni progettuali alternative.

In conclusione, se si tratta di verificare solo l'accettabilità di un singolo progetto, i tre criteri più frequentemente impiegati danno gli stessi risultati; se invece è necessario

diversi. La convenienza ad utilizzare un criterio rispetto ad un altro deriverà dall'obiettivo che si intende perseguire: sarà il tasso di rendimento interno, se la selezione è fondata sul tasso di rendimento medio dell'investimento; sarà il rapporto ricavi-costi, se si vuole scegliere in base al valore dei ricavi per unità di capitale investito; sarà il valore attuale netto, se si vuole scegliere in base al valore assoluto della differenza ricavi-costi.

In termini generali i criteri basati sulla differenza tra ricavi e costi (VAN e TRI) sono idonei a consentire la scelta tra progetti che si escludono vicendevolmente; quello basato sul rapporto costi-ricavi è invece più consono per stabilire ordini di priorità tra progetti accettabili. Poiché i criteri analizzati forniscono conoscenze complementari, al fine di ottenere il massimo di informazioni utili per valutare la convenienza finanziaria dei progetti, è opportuno applicarli contemporaneamente per lo stesso contesto.