

M A N A G E M E N T

Analisi e valutazioni nell'impresa edile

Guida alla scoperta e alla gestione
del rating

Presentazione di Marco Muscettola

**Marco Maffongelli, Marco Muscettola,
Danilo Notarnicola**



FRANCOANGELI

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



Am - La prima collana di management in Italia

Testi advanced, approfonditi e originali, sulle esperienze più innovative in tutte le aree della consulenza manageriale, organizzativa, strategica, di marketing, di comunicazione, per la pubblica amministrazione, il non profit...

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

**Marco Maffongelli, Marco Muscettola,
Danilo Notarnicola**

Analisi e valutazioni nell'impresa edile

Guida alla scoperta e alla gestione
del rating

Presentazione di Marco Muscettola



FRANCOANGELI

Copyright © 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

Presentazione

di *Marco Muscettola*

pag. 7

Premessa

di *Marco Maffongelli*

» 11

1. La valutazione statistica della solvibilità dell'impresa edile

di *Marco Muscettola e Danilo Notarnicola*

» 15

1. Valutazione economica e finanziaria dell'impresa edile

» 15

2. Un modello di rating per l'impresa edile

» 22

3. L'autoanalisi e il rating di controparte

» 28

4. Il campione, la ricerca e la metodologia

» 33

5. L'analisi descrittiva del campione

» 40

6. La valutazione delle imprese, la scala di ranking

» 48

2. La gestione operativa nell'impresa edile

di *Marco Maffongelli e Marco Muscettola*

» 57

1. La valutazione della gestione operativa

» 57

1.1. L'economicità dell'impresa

» 62

1.2. L'analisi dell'efficienza

» 67

2. L'organizzazione interna dell'impresa edile

» 76

3. Il controllo interno

» 84

4. Il rischio d'impresa

» 89

3. Ambiente economico, opportunità e responsabilità sociale

di *Marco Maffongelli*

pag. 98

1. Politica, istituzioni e burocrazia » 98
2. L'investimento finanziario dell'impresa edile » 104
3. La crescita sostenibile dell'impresa edile » 107
4. Fonti di finanziamento esterne » 111
5. Il concetto di responsabilità sociale » 113

Bibliografia

» 117

Gli autori

» 121

Presentazione

di *Marco Muscettola*

Questo nuovo libro è dedicato principalmente agli imprenditori edili e ai valutatori delle imprese di costruzione. Lo scopo del lavoro, infatti, è dettare in modo analitico delle linee guida da seguire per il raggiungimento di un'equilibrata e duratura crescita aziendale. Spesso la letteratura più avvalorata in merito alla stima quantitativa del valore delle imprese ha trascurato la presenza di imprese edili. Questo perché non è così semplice valutare l'efficienza o la redditività prospettica di un'impresa che ha una funzionalità pluriennale, con anni di investimenti che vedranno dei ricavi solo alla fine.

Ciò che mira questo libro è, quindi, essere un primo riferimento per una valutazione oggettiva delle potenzialità dell'impresa edile. Si sottolineano più volte quelli che dovrebbero essere i percorsi virtuosi e, dall'altra parte, gli errori più frequenti degli imprenditori edili. Per quanto riguarda questo punto, in effetti, molto spesso non è colpa dell'imprenditore, quanto piuttosto dell'ambiente circostante, dell'economia e della politica locale e governativa che induce le imprese in una prassi consolidata spesso impropria. Se le banche, per esempio, continuano a utilizzare degli standard per valutare l'impresa, e la finanziabilità della stessa impresa, l'imprenditore non può che adeguarsi per entrare nel circolo delle facilitazioni bancarie. Allo stesso modo le amministrazioni pubbliche che continuano ad agevolare una tipologia di azienda non fanno altro che generalizzare quel comportamento nel tessuto imprenditoriale locale.

All'interno del volume, con un minimo livello di oggettività, sono attribuiti degli standard da seguire, anche perché è chiaro che nell'ambiente delle costruzioni molte variabili non sono facilmente gestibili o prevedibili dall'imprenditore o dal direttore finanziario. Il successo di un'impresa edile, infatti, spesso è conseguenza di fattori esogeni alle volontà del management d'impresa come per esempio il mercato locale delle abitazioni. Questo mercato è a sua volta condizionato da diverse cause oggettive e, soprattutto,

sogettive. La moda, la trasformazione di un quartiere in “residenziale”, lo sblocco degli investimenti pubblici per i parchi o per le bonifiche limitrofe o il calo dei tassi di interesse, sono alcuni esempi di cause di successo non gestibili dall’impresa edile.

Oltre quanto sopra, però, questo libro induce a pensare che se il successo dell’impresa edile dipende anche da fattori esogeni all’azienda, il fallimento, dall’altra parte, è soprattutto conseguenza di scelte aziendali. In quest’ottica s’inquadrano in un ampio campione di imprese di costruzioni le caratteristiche comuni alle aziende che si sono rese insolventi, cercando quindi di delineare le pratiche da non seguire, almeno per quanto riguarda il primo capitolo del libro.

Nella seconda parte, invece, si pone l’accento sulle virtù aziendali che inducono a commettere meno errori o, quantomeno, a essere più consapevoli dei risultati attesi. Un più attento controllo di gestione, il miglioramento dell’organizzazione aziendale e dei singoli processi, la scelta di collaboratori di qualità e puntualità sono tutti fattori che rendono l’impresa edile meno vulnerabile ai summenzionati fattori esterni. La gestione del rischio, inteso come cercare di attutire le conseguenze negative di accadimenti non prevedibili, è un elemento fondamentale all’interno dell’impresa che vuole durare nel tempo, soprattutto in questo settore e in questo momento congiunturale.

In Italia sono tante le imprese che ogni giorno improvvisano un’attività professionale danneggiando interi settori ed economie locali. Questi imprenditori sprovvisti non riescono a controllare le proprie risorse economiche e finanziarie originando un mercato squilibrato, disordinato e privo di parametri univoci. Il mercato immobiliare italiano, in effetti, sia per qualità sia per prezzi, è molto disomogeneo e difficile da comprendere. Dall’altra parte poi, gli imprenditori preparati, quelli cioè che si autoformano, devono faticare maggiormente per far emergere le proprie qualità.

Nella terza parte del libro gli autori mettono in risalto le condizioni di contorno all’impresa edile che, sempre più spesso, diventano dei fattori nevralgici di successo. In questo senso pesa maggiormente, rispetto ad altre tipologie di impresa, la politica nazionale o regionale, le istituzioni e gli istituti di credito con le loro politiche creditizie. Di rilievo sono, inoltre, anche gli aspetti pubblici e di responsabilità sociale delle imprese edili nei confronti della comunità.

Tutte queste caratteristiche, recondite o estranee all’impresa edile, generano una complessa struttura di relazioni, sinergie e rischi che un valutatore non può sottovalutare. Allo stesso modo, come affermano gli autori, un primo essenziale passo per cominciare a intravedere la via del successo è

un profondo e sincero autoesame. Solo avendo una perfetta percezione della propria solvibilità, delle speranze di redditività e dei rischi inerenti, un'impresa potrà imboccare un percorso di miglioramento.

Il presente libro in definitiva è rivolto non solo agli imprenditori edili e ai collaboratori in questo settore ma anche a chi è, per qualsiasi ragione, imputato a valutare le virtù, la solvibilità e la durabilità di questo tipo di azienda rimarcando che l'impresa edile possiede delle peculiarità uniche e che, di conseguenza, non potrà mai essere paragonata a un'azienda che opera in un altro settore o mercato o, peggio, analizzata con sistemi e modelli adoperati per imprese produttive o commerciali.

Mi auguro che questo volume possa essere uno stimolo di crescita professionale per gli imprenditori edili italiani e preso come riferimento da altre realtà locali, istituzioni, istituti di credito e amministrazioni pubbliche in modo da ridiscutere il metodo valutativo dell'impresa edile. Salpando da una comune base di partenza, sono certo che il caratteristico rapporto tra imprese edili, finanziatori, amministrazioni pubbliche e collettività possa ispirare una nuova strada solida e comune verso lo sviluppo economico.

Alla realizzazione di questo interessante lavoro hanno contribuito, oltre il sottoscritto, gli autori Marco Maffongelli e Danilo Notarnicola. Essi hanno saputo semplificare la complessa metodologia di valutazione non trascurando mai l'accuratezza dei particolari. Per questo lavoro svolto, e per la chiarezza e la completezza del testo, la lettura del libro è agevole anche a chi non ha maturato specifiche conoscenze nell'ambito dell'impresa edile.

Oltre ai due coautori, desidero inoltre esprimere la mia gratitudine alla Banca di Credito Cooperativo di Flumeri, per il continuo sostegno nella promozione delle mie opere, alla Four Finance sas, per la realizzazione del software di valutazione dei rischi e per l'analisi sul campione di imprese edili, e alle nostre famiglie, per la pazienza dimostrata in questi mesi di lavoro per il libro.

Premessa

di *Marco Maffongelli*

Il settore edilizio è strategico per la crescita e lo sviluppo dell'economia di una nazione; per questo motivo è importante sostenere lo sviluppo dell'impresa edile giacché l'attività edile è complessa per la tipicità dei cicli produttivi pluriennali e per la molteplicità delle variabili che interagiscono durante l'attività produttiva. La durata pluriennale dei cicli produttivi, l'ampiezza dello spazio che l'impresa intende occupare nel macro ambiente generale, l'organizzazione interna, il controllo di gestione, la valutazione del rischio rappresentano alcune delle variabili oggetto di costante osservazione. Queste variabili costituiscono nel loro insieme il terreno privilegiato dell'analisi di bilancio, l'azione con la quale si intende appunto valutare le condizioni per il conseguimento dell'equilibrio economico e finanziario ovvero la capacità dell'impresa di mantenere un livello accettabile di redditività e, quindi, la possibilità di continuare a investire per sostenere la crescita e lo sviluppo dell'impresa stessa.

La valutazione dell'impresa deve essere fatta ponendo attenzione ai seguenti aspetti: l'aspetto patrimoniale, inteso come complesso di beni (risorse); l'aspetto dell'economicità e quello della redditività. Fondamentale è l'equilibrio tra deontologia professionale e imprenditorialità dell'imprenditore. L'imprenditore deve essere convinto che l'impresa deve perseguire oltre agli utili anche fini etici poiché gli interessi in gioco sono molteplici e riguardano tanto soggetti interni all'organizzazione quanto soggetti esterni del microambiente transazionale-competitivo con i quali l'impresa interagisce.

L'imprenditore è il responsabile dell'organizzazione nonché del complesso di beni (risorse) per lo svolgimento dell'attività produttiva. Infatti, la vitalità dell'impresa è correlata alle decisioni dell'imprenditore, il reale responsabile dell'organizzazione e della definizione delle strategie di business da adottare nello specifico microambiente transazionale-competitivo in cui opera l'impresa, al fine di ottenere economicità e redditività dall'attività di business.

Altro aspetto importante nella valutazione dell'impresa è sicuramente la dimensione, che seguendo i dettami della normativa comunitaria e di riflesso anche della normativa Italiana, ci consente di catalogare le PMI, gli attori principali dell'economia nazionale, attraverso tre criteri: il numero di dipendenti (requisiti di struttura), il fatturato o il valore attivo patrimoniale (requisiti economici e finanziari), il requisito dell'indipendenza economica (requisiti di capitale). In particolare si evidenziano i problemi del nanismo e della scarsa capitalizzazione dell'impresa edile Italiana.

Il nostro studio è incentrato sulle piccole e medie imprese edili italiane, laddove è possibile fare, un collegamento con la *tipica impresa italiana*, quella dalla natura prettamente familiare che denota da sempre la sua scarsa volontà ad aprire il capitale sociale a esterni, con la predominanza dei debiti e la scarsa capitalizzazione. Il primo tema che si cerca di affrontare è proprio quello delle evidenti differenze con altri Paesi europei del profilo dell'imprenditore medio italiano. L'analisi fin qui fatta ci aiuta a comprendere quanto sia importante il ruolo dell'imprenditore per determinare l'esistenza dell'impresa.

Le considerazioni siffatte spingono a pensare che lo stato di crisi del settore edile e la probabilità d'insolvenza delle imprese edili siano determinate esclusivamente dalle scelte degli imprenditori. Purtroppo la crisi del settore edilizio, e quindi dell'impresa edile, è anche correlata alle scelte di politica economica dello Stato centrale e degli enti pubblici periferici e da non ultimo dal contesto normativo. Così si va dall'enorme pressione fiscale alla notevole frammentazione delle imprese che genera il fenomeno del nanismo, e di conseguenza la bassa propensione a fare a sistema, fino ad approdare al singolare funzionamento del sistema bancario. In particolare delle banche, nello specifico, si deve puntare il dito sull'incapacità di valutare adeguatamente i progetti delle imprese, le loro effettive qualità e proiettarle in un prossimo futuro mediante un opportuno processo di astrazione. Quello che più dovrebbero fare è di mettere in campo competenze predittive, compito che spesso è disatteso, per poter efficacemente quantificare la redditività futura e, di conseguenza, la capacità di rimborso del debito contratto in senso prospettico. Per questo motivo nel primo capitolo del libro si pone grande attenzione al metodo di analisi e valutazione delle performance dell'impresa edili proponendo il modello di rating ritenuto *ad hoc* e, dunque, utile a svolgere l'analisi quantitativa, permettendo all'imprenditore edile di compiere un'attenta autovalutazione prima di accedere al credito.

Nel secondo capitolo è svolta un'attenta analisi sull'assetto organizzativo dell'impresa edile, sull'importanza della gestione interna ed esterna

dell'informazione e sulla necessità di un presidio per il controllo interno, focalizzando l'attenzione sulla valutazione del rischio e sulla necessità di coinvolgere l'intera organizzazione aziendale nel processo di analisi e valutazione del rischio.

Il terzo e ultimo capitolo inizia con una breve disamina riservata alla politica economica per poi focalizzare l'attenzione sul ruolo delle istituzioni e sulla necessità di alleggerire e rendere più trasparente il contesto normativo. Diventa centrale a tal punto, il discorso sul finanziamento degli investimenti nell'impresa edile e della crescita sostenibile dell'impresa. In tal senso è importante che l'imprenditore decida degli investimenti attraverso gli strumenti dell'analisi quantitativa e dell'analisi prospettica. In questo modo ci possono essere facilitazioni per le tradizionali forme di finanziamento e al contempo utilizzando le capacità d'intermediazione dell'intermediario finanziario si possono anche sviluppare forme di finanziamento alternative come il private equity.

Infine alcuni cenni sono riservati al CSR e a quanto sia vitale nell'attuale contesto storico che l'imprenditore edile inizi a rendicontare dell'attività caratteristica il valore d'impresa e il valore sociale attraverso il nuovo strumento "il bilancio sociale".

La valutazione statistica della solvibilità dell'impresa edile

di *Marco Muscettola e Danilo Notarnicola*

1. Valutazione economica e finanziaria dell'impresa edile

Il settore dell'edilizia in Italia ha da sempre rappresentato un comparto trainante per l'intera economia del nostro Paese. Le imprese edili locali, tuttavia, si trovano oggi ad affrontare crescenti problematiche e sfide sia per le condizioni congiunturali sia per lo specifico mercato della casa in Italia. Il problema è aggravato dalla relativa facilità nel produrre redditi dello scorso decennio che ha generato una classe di imprenditori edili eccessivamente ottimistici. La natura frammentaria del settore, i cambiamenti della struttura di domanda di acquisto di case, l'aumento dei prezzi delle materie prime, le basse barriere all'ingresso, il rapido abbandono da parte del sistema bancario italiano nel sostegno di queste imprese e le relative alte vulnerabilità aziendali per fattori esterni hanno poi completato il quadro di un settore in forte crisi all'interno di un'economia in recessione.

Nonostante il settore dell'edilizia abbia rivestito sempre una parte importante nella nostra economia e, ancora, nonostante i numerosi casi di fallimento delle imprese edili abbiano fatto molti danni nel nostro sistema produttivo, a oggi non ci sono dei validi studi empirici finalizzati a ricercare le caratteristiche delle imprese edili insolventi e, soprattutto, non sussistono in letteratura degli specifici modelli di previsione della solvibilità delle imprese di costruzioni. Salvo alcune grossolane interpretazioni, poi, anche la letteratura internazionale è priva di significativi lavori di ricerca indirizzati alla previsione delle insolvenze nel settore edile.

Gli studi empirici più noti su campioni di imprese di costruzioni terminano tutti con l'osservazione che le performance di un'impresa edile è condizionata più da aspetti esterni all'impresa che alle capacità gestionali interne. Certamente non è agevole contraddire questa considerazione ma, dall'altra parte, sarà sicuramente possibile aggiungere a

tutto ciò anche una fetta di responsabilità in capo al management aziendale, nel bene e nel male.

Parlando genericamente di economia aziendale, tanti sono gli studi empirici che hanno tentato di stimare la solvibilità dell'impresa nel tempo. La maggior parte di essi ha avuto origine in Paesi americani o anglosassoni dove il contesto socioeconomico è differente rispetto all'Italia e non sussiste, tra l'altro, la medesima predominanza di microimprese come nel nostro Paese. Le difficoltà nello scegliere la teoria più valida, comunque tutto, che riesca meglio a spiegare la struttura media dell'impresa che si renderà insolvente, sono da ricercare nella natura stessa dell'elemento analizzato: l'impresa.

Empiricamente queste teorie hanno conosciuto successi e fallimenti in modo alternato. Ogni modello è riuscito a spiegare in modo eccellente i legami tra la struttura media dell'impresa in crisi e le caratteristiche delle società sane o dell'ambiente economico ma, a causa dell'enorme eterogeneità delle variabili che inducono le scelte aziendali, la stessa teoria è sempre stata seguita da una più valida nuova metodologia di analisi o, comunque, da valide critiche.

Partendo dalle origini, è abbastanza chiaro e generalmente accettato che la struttura finanziaria dell'azienda derivi innanzitutto da una decisione interna dell'impresa. Ricordando che il nostro studio è incentrato sulle piccole e medie imprese edili italiane, è possibile fare, come conseguenza logica, un collegamento con la tipica impresa italiana, con la sua natura prettamente familiare e la sua scarsa volontà ad aprire il capitale sociale a esterni, con la predominanza dei debiti rispetto a un capitale proprio appena sufficiente. La prima spiegazione delle evidenti differenze con altri Paesi europei, quindi, è proprio il carattere dell'imprenditore medio italiano.

Oltre alla reticenza nel far entrare estranei, l'impresa PMI italiana è anche culturalmente gestita come una delle tantissime microimprese (molto più numerose rispetto ad altri Paesi europei evoluti) e, soprattutto, attanagliata da una morsa fiscale ben più asfissiante rispetto ai sistemi esteri. Per queste ovvie peculiarità l'impresa italiana è mediamente più piccola, indebitata maggiormente e spesso gestita senza attenzioni. È avvalorato inoltre che avere un territorio di imprese mediamente molto piccole e una dispersione di risorse e competenze rende meno efficienti anche le imprese più grandi, che non godono di esternalità positive e di un valido interscambio culturale.

Oltre al siffatto problema, poi, c'è un sistema bancario radicato e specializzato in piccole imprese non organizzate. Si chiarisce che quando si

parla di cause sociali, insite nel contesto economico, devono intendersi sia per quanto riguarda il lato dell'impresa sia per quello dei finanziatori. In questo, molte delle mancanze di un ambiente carente di incentivi ad alternative al debito sono da imputare al sistema bancario locale, con colori più o meno forti in dipendenza del territorio e della corrispondente concorrenza tra istituti di credito.

Dal punto di vista delle banche, nello specifico, si deve puntare il dito sull'incapacità di valutare adeguatamente i progetti delle imprese, le loro effettive qualità e proiettarle in un prossimo futuro mediante un opportuno processo di astrazione. Quello che più dovrebbero fare, ma che spesso è disatteso, è quantificare la redditività futura e, di conseguenza, la capacità di rimborso del debito contratto in senso prospettico. Più il sistema bancario non riesce a dare risposte in questo senso meno le imprese sono interessate a organizzare in modo efficiente il proprio futuro. Questo problema è particolarmente evidente nel settore dell'edilizia, nel quale potrebbero verificarsi conseguenze molto più negative rispetto ad altri settori. Se l'impresa edile non è in grado di portare a termine il progetto di costruzione, è spesso necessario fare ricorso a una nuova impresa, con tutto quello che ne deriva in termini di maggiori costi e perdite di tempo. Valutare l'effettiva bontà del progetto e la reale capacità dell'impresa è essenziale per definire con più precisione la probabilità d'insolvenza.

La suddetta difficoltà, da parte degli intermediari, di valutare i progetti e le proiezioni future degli investimenti è diretta deduzione anche dei problemi informativi provocati dalle imprese edili stesse. È alquanto palese l'asimmetria informativa dominante soprattutto nei riguardi di imprese di minore dimensione. Questo fenomeno rende complessa l'acquisizione di valide informazioni circa il futuro dell'azienda e la sua rischiosità, trasportando il rapporto banca-impresa in un campo di opacità e disequilibrio che danneggia l'intero contesto finanziario. La ritrosia e l'incapacità di valutare i progetti delle banche, quindi, si associano alla cattiva abitudine di non mostrarsi trasparenti delle imprese edili.

A questo problema si è spesso ovviato tramite un rapporto più personalistico tra impresa e banca, la quale in tal modo riesce a ottenere, proprio in virtù della lunga relazione, delle preziose informazioni che rendono l'intermediario più consapevole dell'effettiva rischiosità dell'impresa cliente (*relationship lending*). Questo tipo di informazioni riservate, comunque, esula da qualsiasi tipo di schema o modello. Per tale motivo più è stretto il rapporto bancario meno dimostrabili sono le correlazioni tra indicatori di bilancio, pricing e accesso al credito bancario. Da tale fenomeno, inoltre, spesso ne deriva un effetto negativo dovuto all'hold up, ossia un intrappo-

lamento dell'impresa in precetti poco gestibili della banca che, nondimeno, riesce a vincolare il rapporto con il debitore in uno stadio di necessità.

Ritornando all'analisi dell'impresa, alcuni interessanti studi sono stati eseguiti ricercando le conseguenze sulla struttura finanziaria al variare della tipologia di rapporto banca-impresa. Il rapporto personale e stretto con l'impresa riesce a far colmare parte delle asimmetrie informative, che le imprese minori hanno per diverse ragioni, equilibrando in parte il mercato del credito bancario. Inoltre, quanto più l'impresa è stretta in un unico rapporto con una banca, tanto più l'intermediario consegue un privilegio competitivo e la struttura finanziaria dell'impresa si *sproporziona* verso i debiti, con possibili risultati di erosione di gran parte dei profitti aziendali.

Come detto poco sopra, però, nel settore edile questi rapporti personalistici sono limitati, le informazioni qualitative e quantitative a disposizione degli intermediari sono scarse e molto spesso, quindi, le imprese edili, per ottenere nuove risorse, fanno ricorso a numerose controparti.

Come si dimostrerà anche nel presente studio, le decisioni delle imprese edili sulla struttura del capitale sono molto più importanti di quanto non s'immagina. Le aziende in generale sono strutturate per massimizzare i propri ritorni ed è rilevante studiare la quota di valore aggiunto distribuito agli stakeholder in concomitanza proprio delle scelte di finanziamento. Inoltre, una struttura del capitale appropriata ed efficiente contribuirà a rendere più produttiva la stessa impresa e, non in ultimo, più meritevole di credito (*rating*).

Per valutare la qualità della struttura finanziaria è obbligatorio anche analizzare la composizione e la natura delle attività aziendali. L'equilibrio finanziario, infatti, è conseguenza quasi esclusiva della congruità delle scadenze tra fonti e impieghi. Prima di arrivare a giudicare la struttura finanziaria ottimale dell'impresa edile, quindi, sarà necessario valutarla in considerazione dei crediti effettivamente esigibili e delle rimanenze realmente smobilizzabili, sottolineando proprio le peculiarità di queste imprese per quanto riguarda la definizione di fixed assets (Muscettola, 2014c). Le evidenze empiriche riscontrate, infatti, hanno determinato una predominante maggioranza di insolvenze di imprese squilibrate proprio su questi indicatori di solvibilità.

Riassumendo, quanto più l'impresa edile è piccola o giovane tanto più è poco trasparente, legata ai debiti bancari e poco valutabile dal mercato dei capitali extrabancari. Quanto più l'impresa edile soffre di un rapporto stretto con una singola banca tanto più è dipendente dai capitali di terzi.

In un mercato dei capitali come quello italiano, tipicamente "bank based", le imprese che risiedono in territori con una più ampia ed efficiente

concorrenza di istituti di credito cadono meno facilmente nel fenomeno della dipendenza dai debiti riuscendo a ordinare il proprio passivo di una componente di patrimonio proprio più elevata. La maggior parte delle PMI edili italiane, come detto, sono al contrario caratterizzate da una bassa capitalizzazione e da un forte indebitamento verso i fornitori e verso le banche, oltre che dal fatto di ricorrere spesso alla pratica del multiaffidamento come accennato.

Certamente, per quanto riguarda il capitale proprio, è abbastanza normale immaginare le imprese edili insolventi che, prima del default, abbiano accumulato perdite di esercizio che, di fatto, hanno eroso il patrimonio netto aziendale. Le imprese con redditi negativi, infatti, non solo non usufruiscono dell'autofinanziamento per autocapitalizzarsi ma devono far fronte alle perdite di bilancio mediante le riserve accantonate nel tempo o, se non sufficienti, il capitale sociale. È alquanto scontato, quindi, che imprese in difficoltà abbiano capitali propri carenti.

Come delineato, le imprese edili, che hanno per definizione un attivo fisso di maggiori proporzioni da sostenere, hanno la necessità di un relativo maggiore sostegno finanziario che, per quanto immaginabile, deriva principalmente dai capitali onerosi di terzi. Come si vedrà in seguito, la variazione nel tempo del livello di capitale di rischio (capitalizzazione aziendale), all'interno di una singola azienda edile, rappresenta uno dei maggiori fattori statisticamente significativi nella previsione della crisi aziendale. Le imprese più esposte a un rischio di default sono quelle sottocapitalizzate. Soprattutto in un tale periodo di congiuntura negativa, con scarse vendite nel settore, queste imprese non riescono a far fronte alle loro obbligazioni attraverso le vendite e sono quindi costrette a onorare i mutui contratti mediante risorse proprie, provocando crisi di liquidità e conseguente rischio maggiore di default.

In questo senso si ricorda che il grado di indebitamento varia al variare della tipologia d'impresa, del settore, all'interno di esso, del mercato della singola impresa e, all'interno della stessa azienda, nel tempo. In linea con i risultati raggiunti da MacKay e Phillips (2005) Lemmon, Roberts e Zender (2008) riassumono affermando che i mutamenti del grado di capitalizzazione sono più frequenti all'interno di un'impresa rispetto alle variazioni delle medie di settore e più all'interno di un mercato rispetto ai cambiamenti di leverage generalizzabili a livello di tipologia d'impresa.

Ripartendo dalla prima teoria economica sulla struttura del capitale dell'impresa, il teorema dell'indifferenza presentato da Modigliani e Miller (1958), pur con delle forti premesse è dimostrabile che le imprese scelgono la propria configurazione finanziaria controbilanciando i benefici dei debiti