UNIVERSITA' CA' FOSCARI VENEZIA

Corso di Laurea Magistrale in Economia e finanza

L'ANALISI DEL MERITO DI CREDITO: UN MODELLO A SOGLIE MOBILI.

Relatore

Prof. Massimo Buongiorno

Laureando

Matteo Biscaro Matricola 832567

Anno Accademico 2014 / 2015

Sommario

1. INTRODUZIONE 1
2. L'ANALISI DI BILANCIO E L'IMPORTANZA DELL'ASSEGNAZIONE DI UN RATING 4
2.1. I PRINCIPALI VALORI DI BILANCIO 5
2.2. LA RICLASSIFICAZIONE DEL BILANCIO 9
2.3. GLI INDICATORI PATRIMONIALI, REDDITUALI, FIANANZIARI E GESTIONALI. 14
2.4. AMBITI APPLICATIVI DEI MODELLI D'ANALISI DEL MERITO DI CREDITO 18
2.5. IL RISCHIO DI CREDITO E I RATING 21
3. IL MODELLO PROPOSTO 24
3.1. IL SISTEMA A SOGLIE MOBILI 25
3.1.1. LA SELEZIONE DEL CAMPIONE DI COMPARABLES E L'ESCLUSIONE DEI DATI OUTLIER 26
3.1.2. L'INDAGINE STATISTICA E LA DEFINIZIONE DELLE SOGLIE 28
3.2. ANALISI QUANTITATIVA 29
3.2.1. GLI INDICI DI LIQUIDITA' 31
3.2.2. GLI INDICI FINANZIARI 32
3.2.3. GLI INDICI DI REDDITIVITA' 35
3.2.4. ALTRI INDICI RILEVANTI 38
3.3. ANALISI QUALITATIVA 41
3.4. IL GIUDIZIO DI MERITO COMPLESSIVO E L'ANALISI DEI RISULTATI 45
4. LA SPERIMENTAZIONE 49
4.1. ANALISI QUANTITATIVA: AZIENDA "A" 50
4.2. ANALISI QUALITATIVA: AZIENDA "B" 55
4.3. ANALISI QUANTITATIVA E QUALITATIVA: AZIENDA "C" 58
4.4. ANALISI QUANTITATIVA: AZIENDA "D" 62
4.5. ANALISI QUALITATIVA: AZIENDA "E" 67
4.6. ANALISI QUANTITATIVA: AZIENDA "F" 69
4.7. CONSIDERAZIONI SULLA SPERIMENTAZIONE 74
5. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE FUTURE 77
TESTI CONSULTATI 81

1. INTRODUZIONE

Questo lavoro si propone di presentare ed analizzare un modello, sviluppato da chi scrive, che ha lo scopo di fornire un adeguato strumento di analisi del rischio di credito a quelle istituzioni finanziarie che si trovino, in diversi ambiti e con differenti scopi, a dover verificare il merito creditizio di una controparte; lo stesso strumento può risultare molto utile in mano al management aziendale che deve poter organizzare al meglio la struttura finanziaria e le future strategie societarie.

Il modello è in grado di fornire chiare indicazioni sullo stato di salute di una società in ottica decisionale precedente alla delibera di un investimento, sull'evoluzione della situazione stessa nel corso degli anni o, ancora, per stabilire adeguate azioni di miglioramento se svolte internamente dagli organi aziendali titolari della gestione.

A differenza dei modelli di rating utilizzati dalle maggiori agenzie internazionali, autorizzate e riconosciute con il termine ECAI (External Credit Assessment Institutions) dai principali enti competenti in materia, quello presentato in questo lavoro può contare solo in piccola parte sulle adeguate analisi statistiche che permetterebbero di settare tutti i parametri in modo da ottenere indicazioni coerenti sul livello di insolvenza inteso come probabilità di default del debitore.

Il lavoro propone il modello come strumento pratico, di rapida comprensione e particolarmente duttile, per individuare le criticità e gli aspetti positivi che emergono dalle informazioni spesso nascoste e non facilmente individuabili tra i dati di bilancio.

Il giudizio di merito complessivo a cui si giunge è una misura ordinale che può evidenziare quale sia lo stato di salute di un'azienda anche in rapporto ad altre considerate simili, ma non possiede, sebbene inserito in una scala di rating più ampia, la proprietà cardinale di correlazione oggettiva e statisticamente testata (su un ampio campione di società) con valori probabilistici di insolvenza che influiscono di riflesso anche sul pricing degli investimenti considerati.

Ciò non toglie che il modello consenta di classificare, in base al merito creditizio, i vari emittenti e possa quindi fornire un'idea, per quanto semplicistica, del grado di rischiosità che li contraddistingue facendo propendere per un investimento piuttosto che per un altro o ritendo opportuno remunerarne maggiormente uno a favore di un altro ritenuto più meritevole.

La sfera d'applicazione del modello proposto è molto ampia, pur presentando alcune limitazioni come l'esclusione della valutazione di persone fisiche o nuclei familiari (ad esempio allo scopo di stima della rischiosità di un affidamento rappresentante un'esposizione per una banca o un intermediario finanziario).

Le stesse considerazioni sono valide per quelle società che presentano dimensioni piuttosto contenute: in questo caso si ritiene, tesi ampiamente supportata dalla letteratura e dalle evidenze pratiche, che l'analisi di bilancio sia poco significativa e in alcuni casi del tutto fuorviante.

Il limite stabilito in questo senso è la considerazione di società che presentino un fatturato superiore ai 10 milioni di euro: tale valore è stato imposto seguendo il buon senso e i pareri positivi espressi in questo senso da numerosi addetti ai lavori, nonché del relatore di questo elaborato.

Nel perimetro d'applicazione restano comunque tutte quelle aziende, e sono numerosissime, per le quali non siano disponibili rating forniti dalle principali agenzie internazionali, ritenuti, è necessario ribadirlo, più accurati e significativi.

Gli intermediari bancari e non bancari possono ritrovarsi nella situazione di doversi confrontare con realtà medio - piccole e trovarsi ad analizzare aziende che presentano una struttura finanziaria e una situazione patrimoniale molto differenti da quelle delle principali multinazionali, e ciò comporta spesso una diffusa difficoltà di interpretazione e valutazione.

Questa difficoltà nello stimare il livello di rischiosità di un investimento obbligazionario o di affidabilità di una società controparte, con cui si possono intrattenere svariati tipi di rapporti, fa ben capire l'importanza del poter disporre di un adeguato e coerente strumento di analisi.

Proprio a questo scopo è stato ideato da chi scrive il modello di analisi del merito di credito che parte dalla valutazione del bilancio societario e dei suoi principali valori economici ed arriva a definire il livello di affidabilità della controparte attraverso la riclassificazione del bilancio stesso e l'assegnazione di punteggi ad alcuni indicatori, per giungere infine all'assegnazione di un giudizio di merito complessivo.

La caratteristica di "sistema a soglie mobili" vuole dare una connotazione originale ed aumentare il livello di coerenza ed efficacia della valutazione.

Essa influisce, in particolare, sulla parte centrale dell'analisi ed in particolare nella fase in cui il modello va a costruire, per ogni indicatore, delle soglie determinate ciascuna delle quali correlata ad un differente punteggio.

La mobilità delle soglie è facilmente spiegata dal fatto che esse variano in base a delle indagini statistiche svolte su un campione di società ritenute comparables (in base a parametri di cui si parlerà in maniera più approfondita in seguito) rispetto a quella considerata.

Nella pratica il modello è stato elaborato durante il periodo di tirocinio formativo svolto presso un importante Società di Gestione del Risparmio, con il solo ausilio di alcuni libri di testo accademici e potendo contare sulla sperimentazione pratica svolta giornalmente analizzando complessivamente una cinquantina di aziende diverse con cui la stessa SGR è entrata in contatto.

Nello specifico il modello è stato adottato dall'unità di Risk Management, di cui chi scrive fa parte, allo scopo di approvazione e monitoraggio di un elevato numero di società controparti, direttamente o indirettamente collegate ai fondi d'investimento mobiliari ed immobiliari gestiti.

Il presente testo affronterà nella prima fase uno studio sufficientemente approfondito delle principali tematiche riguardanti l'analisi di bilancio, la riclassificazione dello stesso e la valutazione dei principali valori e indicatori ricavati.

Successivamente si addentrerà in maniera specifica nella determinazione del rischio di credito e dell'importanza insita nell'assegnazione di un rating, nonché nell'esemplificazione di quelli che sono i casi applicativi a livello pratico del modello proposto.

Nella seguente parte del testo si andrà a sviscerare ed analizzare nei minimi dettagli il modello proposto suddividendone in più fasi la presentazione per coglierne al meglio, sia a livello teorico che pratico, il funzionamento.

Nella quarta sezione del lavoro verranno presentati alcuni casi pratici a testimonianza della consistente sperimentazione effettuata, mantenendo rigorosamente la riservatezza sull'identità delle società considerate e sui principali dati sensibili.

Sempre in questo punto, si conosceranno le tempistiche, la documentazione e la disponibilità di dati necessarie per portare a termine l'analisi.

Nella parte conclusiva dello scritto si procederà con una disamina delle principali criticità, ove riscontrate, e dei più rilevanti punti di forza del modello, aggiungendo eventuali osservazioni significative, allo scopo di comprendere al meglio la natura dell'analisi proposta.

2. L'ANALISI DI BILANCIO E L'IMPORTANZA DELL'ASSEGNAZIONE DI UN RATING

In primo luogo dobbiamo ricordare che l'analisi dei dati consuntivi di bilancio è uno strumento in mano al management che consente di comprendere i diversi aspetti dell'andamento aziendale e di organizzare al meglio un sistema di analisi dell'informativa fornita al fine di pianificare opportunamente la strategia che l'azienda dovrà seguire.

L'obbiettivo è quello di avere un insieme di dati il più possibile veritieri e recenti rispetto al momento dell'analisi, di aggregarli e riclassificarli, se necessario, allo scopo di avere chiara la situazione patrimoniale, finanziaria e monetaria dell'azienda per capire dove ed in che modo agire per migliorare il livello di redditività e di equilibrio finanziario della stessa.

In secondo luogo, ed è questo il principale utilizzo che ne fa chi scrive, l'analisi di bilancio è un imprescindibile strumento per raccogliere il maggior numero di informazioni riguardo la situazione di una qualsiasi società con cui si voglia intrattenere un qualsiasi rapporto.

In molte situazioni, ad esempio, assume particolare importanza la possibilità di quantificare il merito creditizio di una controparte per decidere se effettuare o meno un investimento, nonché per stimare un giusto tasso d'interesse cedolare che rispecchi la rischiosità dell'emittente di titoli di debito.

Ancora, in fase di monitoraggio l'assegnazione di un giudizio sintetico di merito può servire nelle fasi di pricing del titolo, di imposizione dei limiti d'esposizione o di variazione del tasso d'interesse richiesto.

Come già anticipato brevemente nella parte introduttiva, per la quantificazione del livello di rischiosità della controparte non si può prescindere dall'analisi accurata del bilancio e della nota integrativa, se utile, dello stesso.

Nel modello proposto, come per i rating assegnati da banche o agenzie di rating, una parte molto rilevante del giudizio di merito creditizio è dato dalla valutazione dei dati di bilancio e dalla costruzione di una griglia di indicatori ben definita. È necessario, a questo scopo, possedere una discreta conoscenza della struttura di un bilancio societario e delle regole basilari per la riclassificazione dello stesso secondo i diversi criteri a seconda dei valori che si vogliono estrapolare. All'analisi e riclassificazione delle informazioni di bilancio si aggiunge necessariamente la scelta di adeguati indicatori patrimoniali, finanziari o reddituali che descrivano in maniera esauriente ed efficace lo stato di salute dell'azienda considerata.

Gli indicatori presenti nel modello e le motivazioni che hanno spinto alla loro scelta sono approfonditi nel dettaglio nel terzo capitolo mentre una panoramica dei principali indicatori e della loro natura è presente nella terza sezione dello stesso capitolo.

2.1. I PRINCIPALI VALORI DI BILANCIO

Per bilancio d'esercizio s'intende l'insieme dei *documenti contabili* che un'*impresa* deve redigere almeno una volta l'anno al fine di accertare in modo chiaro, veritiero e corretto la propria *situazione patrimoniale e finanziaria* al termine del periodo amministrativo di riferimento, nonché il risultato economico relativo all'esercizio stesso.

In ogni bilancio societario si possono distinguere tre parti differenti: il *conto economico*, lo *stato patrimoniale* e la *nota integrativa* (che aiuta, se necessario, nella comprensione degli altri due). Altri documenti di complemento, che è possibile reperire in allegato ad un bilancio societario, sono la Relazione sulla gestione ed il Rendiconto finanziario.

La redazione di questi documenti, svolta solitamente dagli amministratori, ha principalmente due motivi: il rispetto della normativa prevista dal codice civile e la trasparenza verso operatori interni (soci, dipendenti) o esterni (analisti, creditori, fornitori,stato e risparmiatori) alla società stessa. Si tratta quindi non solo di uno sterile adempimento della legge, ma di uno strumento che, in mano a soci o a terzi, consente di avere una prima e semplice idea della convenienza nel mantenere o costituire qualsiasi tipo di legame con l'azienda.

Il primo documento di bilancio che si vuole analizzare è il *conto economico* (C.E.): esso contiene i costi e i ricavi di competenza dell'esercizio considerato.

La differenza tra ricavi e costi mostra il risultato economico annuale conseguito dalla società: se positivo viene definito utile e va ad incrementare il patrimonio netto, se non distribuito ai soci totalmente o in parte; se il risultato è negativo è detto perdita e va a sottrarsi al patrimonio netto aziendale. Esso a differenza dello stato patrimoniale non è presentato con due sezioni contrapposte bensì con un unico susseguirsi di ricavi e costi suddivisi in diverse voci in base alla loro natura.

Questo documento individua quali fattori, e con quale rilevanza, hanno contribuito al ciclo gestionale e dà una valutazione di come le voci di stato patrimoniale hanno potuto generare o distruggere ricchezza nell'esercizio. Grazie alla particolare composizione di questo documento è possibile, inoltre, l'individuazione dei ricavi e dei costi che contraddistinguono tutte le componenti gestionali in cui può essere scomposta l'intera attività dell'impresa: si potranno evidenziare gli incassi

e gli oneri legati alla produzione, quelli finanziari, quelli non caratteristici e quelli straordinari (un risultato ancor più accurato si otterrà tramite la riclassificazione dello stesso conto economico).

In particolare nella prima parte del C.E. vengono evidenziati i ricavi delle vendite (fatturato), le variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione o finiti, le variazioni dei lavori in corso su ordinazione, gli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni e quelli che sono definiti "altri ricavi". Questi vanno a formare la voce A che viene definita come valore della produzione e rappresenta la capacità dell'azienda esaminata di generare fatturato attraverso la sua attività caratteristica.

La voce B, che rappresenta i costi di produzione, è formata dai costi per materie prime, merci e beni di consumo, dai costi per servizi, da quelli per godimento di beni di terzi, da quelli per il personale, dagli ammortamenti, dalle variazioni sulle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci, da tutti gli accantonamenti e oneri diversi di gestione. Questa voce indica l'ammontare di costi che la società deve affrontare per poter completare il ciclo produttivo e generare dei ricavi.

La differenza tra il valore (A) e i costi (B) di produzione danno quello che viene definito valore aggiunto, esso misura la capacità aziendale di riduzione dei costi in proporzione ai ricavi generati.

Nel caso in cui gli oneri a carico dell'azienda siano di tipo variabile, e quindi dipendenti dal livello di produzione, si avrà un guadagno più costante negli anni rispetto al caso in cui i costi siano fissi: in questo caso, al variare del valore della produzione in positivo si ha una maggiore marginalità, mentre nell'ipotesi peggiore, una variazione negativa, si hanno livelli di marginalità molto bassi se non negativi.

Nella terza sezione del conto economico, voce C, sono riportati tutti i proventi e gli oneri di natura finanziaria. Tra questi proventi possiamo distinguere quelli derivanti da partecipazioni e quelli definiti come altri proventi finanziari, mentre tra gli oneri ed interessi finanziari possiamo effettuare una divisione tra quelli legati a imprese controllate, collegate o controllanti e gli altri, ad esempio quelli relativi a finanziamenti in essere.

La quarta voce del conto economico, voce D, raccoglie tutte le rettifiche di valore di attività finanziarie. In particolare, sotto questa voce sono riportate le rivalutazioni e le svalutazioni di partecipazioni, di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni e di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni.

La quinta parte, voce E, racchiude le poste riguardanti i proventi e gli oneri straordinari: in particolare tra i proventi troviamo le plusvalenze da alienazione, le differenze da arrotondamento dall'unità di euro e gli altri proventi; tra gli oneri possiamo riconoscere le minusvalenze da

alienazione, le imposte relative ad esercizi precedenti, le differenze da arrotondamento dall'unità di euro e gli altri oneri straordinari.

Dalla somma algebrica di valore aggiunto (A-B), voce C, voce D e voce E si ottiene il risultato prima delle imposte.

Ad esso si sottraggono le imposte d'esercizio calcolate secondo le norme fiscali vigenti, distinguendo tra imposte correnti, anticipate e differite.

Il risultato della sottrazione o somma di questi valori dal risultato ante imposte porta alla determinazione dell'utile netto (o perdita nel caso il valore risulti negativo): esso rappresenta un valore di primaria importanza che fornisce svariate indicazioni sulla redditività aziendale e sulla capacità di creare ricchezza. Questo valore, come vedremo nelle sezioni successive, sarà utilizzato in diversi indicatori di redditività.

Il secondo documento di bilancio che consideriamo in questa breve analisi è lo *stato patrimoniale*. Questo documento è suddiviso in due parti contrapposte che saranno considerate separatamente: la prima è relativa alle attività, mentre la seconda rappresenta le passività sommate al patrimonio netto.

Nel bilancio civilistico redatto secondo la normativa vigente e i principi contabili internazionali, troviamo per prima la sezione riguardante l'attivo societario: essa riguarda gli impieghi aziendali suddivisi in base alla loro natura. Si può quindi dividere questa parte dello stato patrimoniale in quattro voci:

- A: Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti;
- B: Immobilizzazioni;
- C: Attivo circolante;
- D: Ratei e risconti.

Nella prima sezione i crediti verso soci, se esistenti, sono suddivisi semplicemente tra parte richiamata e parte da richiamare.

Ben più complessa si presenta la divisione delle poste facenti parte della voce B, in cui troviamo una suddivisione tra immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie. Queste ultime si possono classificare a loro volta come partecipazioni, crediti, altri titoli e azioni proprie; le prime due voci si dividono ulteriormente partecipazioni in crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti e altre imprese.

La voce C, attivo circolante, si divide in quattro parti principali:

i. Rimanenze: materie prime, sussidiarie e di consumo; prodotti in corso di lavorazione e semilavorati; lavori in corso su ordinazione; prodotti finiti e merci; acconti.
ii. Crediti: verso clienti, verso imprese controllate, collegate, controllanti, verso altri, tributari e imposte anticipate.

iii. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni: partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, altre partecipazioni, azioni proprie e altri titoli.

iv. Disponibilità liquide: depositi bancari e postali, assegni, denaro e valori in cassa.

L'ultima parte dell'attivo, voce D, è rappresentato dai ratei e risconti attivi con separata indicazione del disaggio su prestiti emessi.

Nella parte opposta dello stato patrimoniale troviamo le voci che contraddistinguono il patrimonio netto e tutte le passività.

Il patrimonio netto, voce A, in particolare è suddiviso in varie poste tra cui le principali sono il capitale, le riserve (straordinaria, legale, da sovrapprezzo azioni, da avanzo di fusione, statutarie, di rivalutazione, per azioni proprie in portafoglio e altre riserve diversamente indicate), gli utili /perdite portati a nuovo e il risultato (utile o perdita) conseguito nell'esercizio di riferimento. Questo aggregato rappresenta uno dei valori più interessanti da analizzare in un'azienda in quanto evidenzia quello che è l'ammontare di capitale proprio investito nella stessa. Esso è rapportato all'ammontare di debito o al totale delle attività per cogliere il livello di auto sostentamento o, al contrario, il livello di indebitamento che caratterizza la società esaminata, o ancora al risultato netto d'esercizio per fornire un dato indicativo del livello di redditività aziendale.

Nella seconda sezione, voce B, troviamo i fondi per rischi e oneri, con indicazione specifica di quelli per trattamento di quiescenza e obblighi simili, di quelli per imposte, anche differite e degli altri generici.

Il TFR, trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato, rappresenta la voce C delle passività ed è contraddistinto da un'unica posta in bilancio.

La voce D è ben più articolata e presenta i debiti divisi in base alla loro natura ed indicati separatamente in base alla scadenza, distinguendo tra strumenti che si trasformeranno in un flusso d'uscita entro l'esercizio successivo oppure oltre questa soglia temporale. Tra questi possiamo distinguere le obbligazioni, le obbligazioni convertibili, i debiti verso soci per finanziamenti, i debiti verso banche, i debiti verso altri finanziatori, gli acconti, i debiti verso fornitori, i debiti rappresentati da titoli di credito, i debiti verso imprese controllate, collegate e controllanti, i debiti tributari, i debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale e gli altri debiti. Queste quattordici poste di bilancio rappresentano la parte più consistente dell'insieme delle passività aziendali assieme al patrimonio netto.

L'ultima voce, E, rappresenta i ratei e risconti passivi, con separata indicazione dell'aggio su prestiti emessi.

Dal bilancio cosi redatto, secondo la normativa prevista agli articoli dal 2423 al 2435 del codice civile, si possono estrapolare i dati di bilancio più semplici come il risultato d'esercizio, il patrimonio netto, i ricavi delle vendite e molti altri.

Queste informazioni singolarmente prese non consentono di comprendere a fondo la situazione patrimoniale e finanziaria aziendale: è necessario invece riaggregarli in base a criteri funzionali alle particolari esigenze che si devono soddisfare. Questo scopo è raggiungibile tramite la riclassificazione del conto economico e dello stato patrimoniale secondo diversi criteri che verranno analizzati in maniera approfondita nel prossimo paragrafo e attraverso il calcolo di alcuni indicatori che utilizzano i dati ricavati dalla riaggregazione oltre che quelli disponibili inizialmente.

2.2. LA RICLASSIFICAZIONE DEL BILANCIO

Ai fini dell'impostazione di un sistema di analisi e programmazione aziendale adeguato, assume particolare rilevanza la capacità di riaggregare i dati di bilancio, non come un'operazione automatica e inesatta, ma come un accurato procedimento che permetta di estrapolare particolari valori indicativi della situazione finanziaria e reddituale della società.

L'accuratezza della riclassificazione dei dati di bilancio è direttamente proporzionale al tempo dedicato al compimento dell'operazione di riaggregazione dei valori patrimoniali,finanziari e reddituali; è altresì proporzionale alla significatività dei risultati del sistema integrato di analisi/programmazione mentre risulta inversamente proporzionale al livello di approssimazione con cui i soggetti non esperti, o privi della necessaria conoscenza globale del funzionamento del sistema di analisi e programmazione, svolgono l'intero processo.

Nel caso di riclassificazione effettuata esternamente all'azienda sarà prevedibile la presenza di leggere inesattezze nei valori ottenuti, ovviamente non comparabili con i risultati disponibili al management dell'azienda stessa in grado di conoscere informazioni non reperibili pubblicamente.

Fatta questa premessa, l'analisi e la riaggregazione svolte in maniera accurata, seppur presentando piccole imprecisioni, garantiscono l'estrazione di valori significativi per capire la reale situazione patrimoniale, finanziaria e monetaria dell'azienda esaminata.

Esistono vari tipi di riclassificazione più o meno rilevanti che riguardano lo stato patrimoniale e il conto economico separatamente.

Partendo dallo stato patrimoniale, un criterio di riaggregazione tra i più rilevanti è quello *finanziario*: si tratta di un metodo di riclassificazione delle poste contabili raggruppandole per caratteristiche analoghe, nella fattispecie lo scopo è raggiunto riaggregandole in base alla loro

scadenza. In questo modo è possibile raggiungere il fine principale dell'analisi dello stato patrimoniale, cioè l'approfondimento e la verifica dell'effettivo equilibrio finanziario che contraddistingue la società considerata.

Rispetto alla struttura di bilancio non riclassificato, con il criterio di riaggregazione finanziario cambia completamente la visione delle poste contabili componenti lo stato patrimoniale che sono intese come entrate o uscite future di liquidità. In questo senso le poste attive saranno considerate come incassi che si realizzeranno in futuro, mentre le poste passive ed il patrimonio netto sono da intendersi come future uscite liquide.

La distinzione in base alla scadenza divide ulteriormente ciascuno dei due gruppi di poste contabili appena individuati in base alla trasformazione in entrate/uscite, entro oppure oltre la soglia rappresentata dai 12 mesi successivi alla data di chiusura dell'esercizio considerato. Si otterranno quindi:

- Attivo a breve termine: liquidità immediate, liquidità differite (commerciali, finanziarie, tributarie e non caratteristiche), disponibilità, attivo a breve patrimoniale e anticipi a fornitori commerciali.
- Passivo a breve termine: finanziario, tributario e non finanziario.
- Attivo a lungo termine: materiale, immateriale, creditizio (commerciale, finanziario, tributario e non caratteristico) e patrimoniale.
- Passivo a lungo termine: finanziario, tributario, non finanziario e patrimonio netto.

Da questa divisione molto semplificata si può ottenere un'idea sufficientemente chiara su quella che è la situazione di equilibrio finanziario che caratterizza l'azienda considerata: in particolare possiamo cogliere in che misura le poste di attivo a breve termine permettono di far fronte ai finanziamenti a breve termine e viceversa in quale parte le passività a medio lungo termine coprono gli impieghi a lungo termine.

Per evitare forti squilibri l'ideale è che tali poste siano il più possibile uguali: quindi, per far fronte ad eventuali impegni nel breve termine è necessario che ci siano adeguate disponibilità liquide o altre forme di attivo rapidamente liquidabile, mentre a fronte di investimenti in immobilizzazioni o altre forme di attivo a lungo termine devono corrispondere finanziamenti con un simile orizzonte temporale.

Tra gli altri criteri di riaggregazione dello stato patrimoniale troviamo anche:

- Criterio funzional-finanziario civilistico: proposto dal legislatore, combina la divisione delle poste in base alla loro funzione con la divisione, in secondo luogo, basata alle scadenze. Per quanto riguarda l'attivo, il codice civile all'articolo 2424 prevede una divisione in due macroaree: attivo circolante ed immobilizzazioni, da cui è

successivamente possibile ricavare un'ulteriore partizione in base alle scadenze ed ottenere i dati necessari per effettuare l'adeguata analisi finanziaria.

Per le voci del passivo il legislatore non prevede un'intersezione tra riclassificazione funzionale e finanziaria pura ma prevede solo la rilevazione di cinque macro-classi composte da voci limitatamente omogenee: patrimonio netto, fondi per rischi ed oneri, trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato, debiti, ratei e risconti passivi [Avi, 2011].

Solamente per le poste componenti la lettera D, debiti, è prevista l'indicazione per ciascun valore della parte scadente oltre l'esercizio successivo, perciò la riclassificazione di questa parte del bilancio partendo dai dati civilistici non è facilmente auspicabile.

Le voci del passivo sono infatti compattate a seconda che possano individuare una delle cinque classi precedentemente elencate. Questa suddivisione molto semplicistica rende l'aggregazione delle poste contabili molto complicata e non permette di ricavare semplicemente i dati utili all'analisi finanziaria.

- Criterio della destinazione degli investimenti e del vincolo delle fonti: questa tipologia di riclassificazione prevede uno schema in cui l'attivo si divide tra immobilizzato (costituito da valori mantenuti durevolmente nel tempo) e disponibile (costituito da valori liquidabili nel breve termine), mentre il passivo viene suddiviso in passività correnti, passività a lungo termine e patrimonio netto.

  Questo tipo di suddivisione dell'attivo non dipende dalla scadenza degli investimenti e quindi non permette di ottenere i valori in grado di garantire al management o agli analisti esterni di verificare l'equilibrio e la solidità finanziaria aziendali.
- Criterio del collegamento fra elementi dell'attivo patrimoniale e ciclo produttivo: si distingue tra attivo fisso e circolante a seconda che le voci esaminate contribuiscano in più cicli produttivo o si limitino ad un unico ciclo. Anche questo tipo di riaggregazione non tiene conto dell'esatta divisione in base alle scadenze e come il precedente non permette di giungere a risultati soddisfacenti
- Criterio funzional-operativo: adottando uno schema progressivo anziché a sezioni contrapposte è possibile suddividere l'insieme delle poste di stato patrimoniale in base alla gestione cui fanno riferimento. Si avrà quindi una parte che ingloba gli attivi ed i passivi della gestione caratteristica, una sezione che individua voci legate alla gestione patrimoniale e così via. Sebbene se ne possano ricavare informazioni utili, questo procedimento non permette di ricavare outputs utili allo scopo di determinare l'effettivo matching tra poste attive e passive con uguale scadenza.

Per quanto concerne la riaggregazione dei valori reddituali di conto economico il criterio a *Cost of Sale* (costo del venduto) è indispensabile per lo svolgimento delle analisi di bilancio in quanto fornisce il maggior numero di informazioni a fini gestionali.

L'importanza di questo tipo di riclassificazione è chiara quando si pensa che il conto economico, come lo stato patrimoniale nella forma civilistica con valori non riaggregati, offre ben pochi elementi informativi circa la situazione reddituale aziendale complessiva e il contributo che ciascuna gestione dà al raggiungimento del risultato finale.

La considerazione di un valore di bilancio come il risultato d'esercizio è troppo semplicistica e non considera una vasta gamma di altre informazioni utili al management per pianificare le strategie finanziarie ed operative e agli analisti esterni per capire la vera situazione reddituale e finanziaria della società esaminata.

A differenza della riaggregazione delle poste di stato patrimoniale, il cui obbiettivo era la distinzione per scadenze, per quanto riguarda i valori di conto economico lo scopo è la separazione di costi e ricavi in base all'attività da cui derivano. Avremo quindi una separazione tra incassi e oneri connessi all'attività caratteristica, che consentono di individuare il reddito operativo lordo, e flussi in entrata ed uscita correlati alle gestioni non caratteristiche. Tra queste possiamo distinguere:

- la gestione non caratteristica per definizione: fanno parte di questo insieme tutte le poste che, per loro natura intrinseca, non possono essere associate allo svolgimento dell'attività tipica. Un esempio molto chiaro che solitamente viene proposto sono tutte le plusvalenze o minusvalenze, o ancora sopravvenienze attive e passive, di natura sia ordinaria che straordinaria.

  Errore che spesso viene commesso è quello di collegare il termine "non caratteristico" al termine straordinario, relazione che come abbiamo appena visto non sempre è confermata.
- la gestione patrimoniale: in questo insieme troviamo i proventi e gli oneri derivanti da investimenti a breve o lungo termine che non sono utilizzati per lo svolgimento dell'attività caratteristica.
- la gestione tributaria: è rappresentata dalle imposte sul reddito conseguito durante l'esercizio considerato. Consente di comprendere quanto questi impegni hanno influito sul risultato lordo d'esercizio.
- la gestione finanziaria: in questa sezione sono inseriti prevalentemente interessi attivi o passivi relativi a crediti o debiti di natura finanziaria come conti correnti bancari, finanziamenti o altre tipologie di strumenti.

Per quanto riguarda la gestione caratteristica, essa riguarda le aree aziendali che permettono lo svolgimento dell'attività di produzione o fornitura di servizi rappresentanti il *core business*

d'impresa. Affianco ai ricavi delle vendite si dovranno individuare i costi del venduto, cioè quelli che riguardano lo svolgimento dell'attività tipica dell'azienda considerata e successivamente i costi amministrativi, i costi relativi a ricerca e sviluppo, gli overhead cost e i costi commerciali.
Dopo la sottrazione di tutti questi costi ai ricavi caratteristici si ottiene il reddito operativo della gestione caratteristica, cui successivamente vanno sommati i redditi delle altre gestioni per arrivare ad ottenere il risultato netto complessivo aziendale. Questo tipo di riclassificazione consente di individuare altri aggregati di notevole rilevanza come il margine operativo lordo (MOL), il Gross Operating Profit (GOP) e il reddito operativo (RO). Ciascuno di questi aggregati rappresenta il risultato al lordo di vari elementi non appartenenti alla gestione caratteristica: il reddito ante imposte come si può intuire non tiene conto della gestione tributaria, il reddito operativo in più non considera la gestione non caratteristica e i costi finanziari, mentre il GOP esclude anche la gestione patrimoniale e i ricavi finanziari. Infine, il MOL appare come un GOP al lordo degli ammortamenti.

Tra gli altri criteri di riaggregazione delle poste di conto economico troviamo quello del *valore aggiunto*: in quest'ottica lo scopo finale è di evidenziare l'effettiva ricchezza generata dall'azienda e in che modo essa è distribuita ai vari soggetti che conferiscono i fattori produttivi, quindi pensiamo a dipendenti, soci, impresa, stato e istituzioni finanziarie.

A differenza del sistema di redazione civilistico di un bilancio, cioè come appare un conto economico redatto a norma di legge, e di quello a costo del venduto, il criterio di valore aggiunto richiede una reperibilità e una riclassificazione dei dati di bilancio decisamente più semplice.

Con quest'ultimo criterio di riaggregazione del conto economico è possibile individuare valori particolarmente utili per l'analisi e per la determinazione di particolari attribuzioni di merito a specifici settori aziendali. Questi valori sono:

- EBIT Earning Before Interest, Tax,
- EBITDA Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization,
- NOPAT Net Operating Profit After Tax,
- EBITDAX Earning Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization and Exploitation,
- EBITDAR Earning Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization and Rent.

Lasciando da parte la considerazione degli ultimi due valori, poco rilevanti ai fini delle nostre analisi, abbiamo l'EBIT che risulta molto utile in quanto permette al management di cogliere un valore non influenzato da elementi esterni alla gestione come gli oneri finanziari o l'imposizione fiscale.
Per integrare questa valutazione si può considerare anche l' EBITDA che esclude, oltre agli elementi estranei appena elencati, anche gli ammortamenti e le svalutazioni, che sono ulteriori elementi

considerati esterni alle possibilità di gestione, soprattutto nel caso di aziende facenti parte di un gruppo.

Il terzo valore considerato (NOPAT) è identificato come risultato operativo al netto delle imposte e può essere calcolato come risultato d'esercizio (utile o perdita) più l'ammontare degli interessi passivi.

L'ultimo criterio di riclassificazione considerato per le poste di conto economico è quello *per margine di contribuzione*: esso ha come scopo la definizione del grado di flessibilità aziendale attraverso la separazione di tutti i costi aziendali tra variabili e fissi.

La rigidità (rilevante ammontare di costi fissi) o la flessibilità aziendale, potranno essere ulteriormente analizzati mediante la scissione di costi e ricavi in base alle varie gestioni cui fanno riferimento: dopo aver calcolato il margine di contribuzione sottraendo ai ricavi caratteristi i costi variabili caratteristici, otterremo il GOP togliendo anche i costi fissi caratteristici e poi via via tutti i valori già esaminati per la riclassificazione a costo del venduto.

Dopo aver esaminato, in maniera più o meno approfondita a seconda della loro rilevanza, i vari criteri di riaggregazione possediamo tutti gli strumenti necessari alla strutturazione di un adeguato sistema di valutazione utilizzato per sia per scopi di gestione interna sia per motivi di analisi dall'esterno di società per cui sia disponibile solo un semplice bilancio civilistico.

2.3. GLI INDICATORI PATRIMONIALI, REDDITUALI, FIANANZIARI E GESTIONALI.

A questo punto risulta utile l'utilizzo di alcuni indicatori che mettano in rapporto tra loro alcuni dei dati ricavati dalla riclassificazione delle poste contabili per fornire agli analisti e ai manager tutte le informazioni di cui necessitano. Si potrebbero calcolare decine di indicatori diversi, a seconda delle esigenze di chi effettua l'analisi, ma in questa sezione saranno esaminati solamente i principali indicatori distinguendoli per insieme d'appartenenza; nel terzo capitolo verranno presentati nello specifico gli indicatori scelti per strutturare il modello di analisi del merito di credito.

Innanzitutto occorre individuare i principali gruppi in cui è possibile suddividere tutti gli indicatori:

- Indici di liquidità: sono numerosi e consentono a chi li utilizza di capire il livello di equilibrio delle poste di stato patrimoniale dell'azienda esaminata e la sua capacità di far fronte ad impegni finanziari improvvisi.

Tra questi indici i più significativi sono certamente il *current ratio* ed il *quick ratio*: in entrambi al denominatore troviamo l'ammontare di passivo a breve termine mentre al numeratore nel primo troviamo l'insieme delle attività a breve termine e nel secondo abbiamo le sole disponibilità liquide, cioè gli attivi correnti meno le rimanenze.

Il primo indicatore fornisce un'informazione significativa circa il livello d'equilibrio tra le attività e le passività contraddistinte da uguale orizzonte temporale, mentre il secondo è molto più rappresentativo dell'effettivo ammontare di attivi disponibili nel brevissimo termine per la copertura di fabbisogni improvvisi, per questo motivo dalle attività considerate vengono sottratte le scorte di magazzino che rappresentano ricchezze non facilmente liquidabili nel brevissimo termine.

- Indici di solidità: sono molto più numerosi dei precedenti e consentono di estrapolare un elevatissimo numero di informazioni circa la solidità finanziaria, il livello di indebitamento e il grado di auto sostentamento che contraddistinguono la società esaminata.

  Tra i principali indicatori abbiamo quelli riguardanti l'equilibrio dei valori contabili nel lungo termine, ad esempio rapporto di copertura degli attivi a lungo termine, quelli riguardanti l'indebitamento come il leverage, il gearing ed il rapporto di indebitamento.

  Troviamo vari indicatori che mostrano se il livello di patrimonio netto aziendale sia adeguato rispetto all'ammontare di indebitamento netto o di attivi detenuti e che mostrano la capacità del management di reinvestire in azienda la ricchezza creata per migliorare gli impieghi limitando il ricorso a finanziamenti soprattutto nel lungo termine.

  Questi indicatori sono fondamentali per capire lo stato di salute aziendale e soprattutto danno spesso un'idea della capacità di programmare una strategia efficace per la strutturazione delle fonti in base alle diverse tipologie di impieghi e per la programmazione di investimenti il più possibile redditizi e finanziati con capitale proprio piuttosto che con capitale di terzi.
- Indici di redditività: mostrano il rendimento e il livello di marginalità che gli investimenti effettuati comportano in termini di incassi, nonché la capacità di creare ricchezza, separatamente individuabile, delle varie gestioni se non addirittura dei singoli investimenti.

  Tra questi indici i più conosciuti sono:

  - **ROE** Return On Equity
  - **ROA** Return On Asset
  - **ROS** Return On Sales
  - **ROI** Return On Investment
  - **EVA** Economic Value Added.

Quest'ultimo assieme all'indicatore di crescita dei ricavi ed al rapporto di copertura del servizio del debito, si può considerare come indicatore reddituale: in quanto tutti tre gli indici appena citati risultano significativi per comprendere la capacità di generare ricchezza all'interno dell'impresa.

Nei primi indici elencati i vari aggregati come EBIT, EBITDA e risultato netto, sono rapportati a valori patrimoniali o finanziari come il totale degli attivi, l'ammontare di patrimonio netto, il capitale investito netto o i ricavi delle vendite registrati nell'esercizio di riferimento.

Tra questi sicuramente il più rappresentativo è il ROE che fornisce un'indicazione, seppur sintetica e riduttiva, di quella che è la redditività annuale dell'impresa rapportata all'ammontare di capitale proprio apportato e quindi dello stato di salute aziendale.

Come già ribadito più volte non è sufficiente calcolare questo indicatore per avere chiara la situazione patrimoniale e reddituale dell'azienda analizzata: risulta utile integrarlo con altri indici come il ROS che mostra la marginalità sulle vendite o il ROA che definisce il rendimento degli investimenti.

Questi ultimi sono comprensibilmente molto utili agli organi di gestione perché forniscono informazioni ben più dettagliate, rispetto al ROE, sulle strategie da implementare per migliorare le performance aziendali: ad esempio una scarsa marginalità farà pensare ad una revisione e riduzione dell'ammontare e della tipologia di costi mentre una scarsa redditività degli assets posseduti dovrebbe far riflettere su investimenti probabilmente errati o contraddistinti da oneri eccessivi.

Gli altri tre indicatori sopraelencati, uniti ai vari indici che individuano i rendimenti delle varie gestioni, meritano un discorso separato: ad esempio alcuni indicatori mostrano l'incidenza delle imposte sul reddito netto o su altri aggregati patrimoniali mentre abbiamo altri indici che forniscono un'idea di come ad esempio la gestione patrimoniale o non caratteristica per definizione contribuiscono alla generazione di entrate o all'aumento delle uscite.

La percentuale di crescita dei ricavi può essere utile allo scopo di comprendere se l'andamento delle vendite rispecchia la programmazione effettuata dal management e se gli investimenti effettuati hanno avuto riscontri positivi in termini di incassi.

Il rapporto di copertura degli interessi passivi invece è indispensabile sia per i manager sia per gli analisti interni poiché indica oggettivamente la capacità aziendale di pagare attraverso l'ammontare di EBITDA gli oneri finanziari dell'esercizio e di generare ricchezza extra per effettuare reinvestimenti o remunerare i soci.

L'Economic Value Added (EVA) rappresenta, a parere di chi scrive, uno dei dati più significativi del livello di ricchezza che un'azienda è in grado di generare e, di conseguenza, del suo stato di salute; un'analisi più approfondita di questo indice verrà effettuata nei prossimi paragrafi.

- Indicatori della gestione corrente: sono valori solitamente molto più utili ai fini dell'analisi interna piuttosto che per quella svolta dall'esterno a meno che non sia volta a conoscere nel minimo dettaglio i tempi e le fasi di produzione, incasso e rotazione di numerosi elementi che contraddistinguono l'attività aziendale.

  In questo insieme di indici troviamo quello di rotazione del capitale investito, quello di incidenza del circolante operativo, quello dei giorni di copertura delle scorte, quelli di durata media dei debiti e dei crediti (sempre espressi in giorni) e quello di durata del ciclo commerciale.

  La rotazione del capitale investito è espressa in termini di ricavi su totale delle attività e mostrano quante 'volte' l'ammontare di attivi investiti si trasforma in incassi effettivi.

  Molto interessanti risultano gli indicatori di durata media dei crediti e dei debiti che a loro volta vanno a comporre assieme l'indice di durata del ciclo commerciale: essi esprimono in giorni la rapidità nell'incasso dei crediti commerciali e nel pagamento dei debiti della stessa tipologia. Più saranno i giorni necessari a pagare i debiti rispetto a quelli che trascorrono prima dell'incasso dei crediti e più il rendiconto finanziario mostrerà una positiva generazione di flussi di cassa in entrata, addirittura in alcuni casi impiegabili prima di essere utilizzati per effettuare pagamenti a fornitori o altre tipologie di fabbisogno.

- Indicatori di produttività e altri dati significativi: sono assimilabili a quelli appartenenti al gruppo precedentemente esaminato e fanno parte con loro di un più vasto insieme di indicatori utili ai fini gestionali.

  Tra quelli di produttività troviamo il numero dei dipendenti, il rendimento dei dipendenti, i ricavi pro-capite, il costo del lavoro pro-capite ed il valore aggiunto pro-capite.

  Tra gli altri dati significativi abbiamo in particolare i margini di tesoreria, di consumo e di struttura, nonché l'indicazione di aggregati molto utili per le analisi come il Capitale Circolante Netto.

Questa presentazione dei principali indicatori rende l'idea sulla vastità di dati ricavabili dal semplice bilancio civilistico adeguatamente riclassificato, attraverso la loro combinazione mediante

svariati rapporti o altre operazioni lineari. Qualsiasi sia lo scopo dell'analisi, interna o esterna, il tema fondamentale sarà l'individuazione degli indicatori idonei a fornire le adeguate informazioni quantitative e qualitative necessarie a chi usufruisce di questo particolare strumento.

2.4. AMBITI APPLICATIVI DEI MODELLI D'ANALISI DEL MERITO DI CREDITO

Ribadendo quanto già accennato nell'introduzione del testo, gli ambiti di applicazione di questo o di un qualsiasi modello di valutazione del merito creditizio sono tra i più disparati: ne potrebbero usufruire banche o società finanziarie, ma anche società per analisi interne o di concorrenti o ancora investitori privati che vogliano valutare attentamente l'emittente prima di un investimento ad esempio in obbligazioni.

Partiamo dalle banche: questi istituti sono probabilmente quelli che ne fanno l'uso più rilevante in quanto una misura del grado di rischiosità delle controparti è necessaria prima di intraprendere la maggior parte delle operazioni che comportano l'impiego di assets a favore di soggetti terzi.
I responsabili della concessione fidi, ad esempio, dovranno essere in grado di valutare la fattibilità dell'affidamento sia nel caso l'altra parte sia rappresentata da un privato, sia nel caso si tratti di un'azienda.

Con le aziende, che solitamente intrattengono numerosi rapporti con le banche allo scopo di reperire le fonti necessarie allo svolgimento dell'attività d'impresa, l'attenzione verso il merito creditizio deve essere maggiore: è necessario verificare periodicamente l'ammontare di indebitamento cui la società fa ricorso per comprendere nella più chiara possibile quale sia la reale capacità futura di far fronte al pagamento di ulteriori oneri finanziari e per stabilire un'adeguata percentuale di remunerazione al finanziamento, correlata con il rischio che contraddistingue la controparte.
Inoltre spesso le banche si trovano a dover valutare società con cui non intrattengono semplici rapporti di affidamento o altri strumenti tipici di debito a breve o lungo termine, ma veri e propri investimenti in obbligazioni emesse; in altri casi fungono da arranger in operazioni di finanza straordinaria come le fusioni, le acquisizioni, le quotazioni in borsa o le emissioni di titoli obbligazionari; o ancora come arranger in particolari operazioni di finanza strutturata come ad esempio le cartolarizzazioni di titoli di credito.

In tutti questi svariati casi un errore di valutazione del merito di credito o di un potenziale rischio, sebbene marginale, potrebbe causare perdite molto rilevanti sia in termini di commissioni che in termini di incassi derivanti dagli impieghi.

Ad aumentare la complessità della concessione di credito bancario o lo sviluppo delle altre tipologie di operazioni troviamo anche la particolarità del settore fortemente colpito nel passato da congiunzioni negative di mercato e soprattutto portato alla rovina dalla gestione inopportuna e suicida di alcune operazioni di impiego del patrimonio attraverso concessione di finanziamenti o acquisto di titoli rischiosi.

Discorso simile, che in molti casi si intreccia con quello appena fatto per le banche, va fatto per le altre società finanziarie ed è il caso più vicino e meglio conosciuto da chi scrive, nonché ambito di riferimento per cui è stato creato e in cui è stato testato il modello proposto.

In questo particolari settore i possibili utilizzi di un modello di analisi del merito di credito sono numerosissimi:

- Per i gestori di fondi d'investimento sia mobiliari che immobiliari: l'utilità di tale strumento è quella di poter analizzare in fase di scouting o di successivo monitoraggio di possibili investimenti la convenienza ad effettuarli in termini di rischiosità dell'emittente dello strumento considerato.

  Permette inoltre di modificare in maniera coerente il tasso di remunerazione dello stesso investimento correlandolo con il livello di rischio di credito, rappresentato nella maggior parte dei casi dal rating ottenuto in seguito ad un'analisi.

  I modelli di analisi consentono inoltre di verificare il diverso merito creditizio che contraddistingue un gruppo di più aziende per comprendere al meglio l'andamento di un particolare settore o il posizionamento di una specifica società rispetto ai principali concorrenti.

  In altri casi può essere necessario monitorare l'affidabilità di società che rappresentano controparti del fondo in qualità di sottoscrittori, partner finanziari o fornitori di servizi/appaltatori: anche in questo caso sottovalutare la loro analisi approfondita può comportare perdite consistenti per il patrimonio delle società responsabili della gestione o per quello dei fondi stessi.
- Funzioni di controllo: alle unità indipendenti che si occupano del controllo, si fa riferimento in primo luogo al Risk Management, il rating e le informazioni fornite da un modello di analisi del merito creditizio consentono di effettuare una verifica preliminare degli investimenti proposti per avallarli o meno e di provvedere in maniera puntuale ed efficacie al monitoraggio

periodico, in grado di evidenziare peggioramenti o miglioramenti nel merito creditizio degli emittenti degli strumenti oggetto d'investimento.

I rating consentono l'analisi preliminare ed il monitoraggio di tutte le controparti con cui la società di gestione intrattiene rapporti e su cui l'unità di Risk Management deve effettuare le verifiche indipendenti: a quelle società appena esaminate aggiungiamo le banche depositarie, le banche presso cui si vogliano costituire time deposit, i sottoscrittori di fondi e tutte le società che abbiano rapporti lavorativi rilevanti con i fondi gestiti o con la società di gestione stessa.

- Investitori privati: anche gli investitori non istituzionali come quelli già esaminati potrebbero ricavare benefici dall'utilizzo di rating forniti da agenzie internazionali o valori forniti da particolari modelli di analisi.

  In particolare i rating forniscono costantemente un aggiornamento sullo stato di salute dell'azienda valutata, portando spesso, in caso di downgrade o upgrade, a variazioni di prezzo nei titoli sia azionari che obbligazionari emessi dalla stessa.

- Organi di gestione societari: le informazioni ricavate dall'analisi dei dati contabili, più che il giudizio sintetico in sé, aiutano queste figure a comprendere a fondo i meccanismi che caratterizzano l'attività aziendale consentendo la presa di provvedimenti adeguati e la strutturazione di idonee strategie.

  Oltre alla sterile constatazione del risultato d'esercizio è infatti possibile discernere i dettagli della contribuzione specifica delle singole gestioni al raggiungimento del risultato stesso allo scopo di comprendere al meglio in che modo agire per correggere le lacune riscontrate; in questo senso l'analisi approfondita dei dati di bilancio, avvalendosi anche dell'uso di specifici indicatori, oltre che di informazioni qualitative a disposizione risulta imprescindibile.

  Altra possibilità di utilizzo da parte dei manager di un'azienda è lo studio delle aziende concorrenti: tramite l'analisi dei bilanci pubblici è possibile condurre un'analisi dei valori contabili in grado di fornire informazioni, sebbene non così precise come nelle analisi effettuate internamente, in grado di far comprendere il posizionamento della propria società rispetto alle altre e quindi capire se l'andamento è in linea, migliore o peggiore rispetto a quello del settore d'appartenenza.

  Il proprio rating è utilizzato, se positivo, anche allo scopo di rendersi maggiormente appetibili e ben considerati dal mercato quindi è nell'interesse del management l'ottenimento di un buon giudizio di merito creditizio, magari fornito dalle principali agenzie internazionali.

  Proprio a conferma dell'importanza del possesso di questo giudizio di merito creditizio e dell'interesse aziendale a richiederlo, si possono evidenziare i costi a volte rilevanti che è necessario sostenere per usufruire di questo servizio.

2.5. IL RISCHIO DI CREDITO E I RATING

Il rischio di credito, detto anche rischio di insolvenza, è il rischio che nell'ambito di un'operazione creditizia il debitore non riesca ad assolvere ai suoi obblighi di rimborso del capitale o al pagamento degli interessi. Il mancato rimborso o il mancato pagamento degli interessi, o entrambe le eventualità contemporaneamente, possono essere totali o solo parziali.

Il rischio di credito insieme alle altre tipologie di rischio individuate dagli enti competenti è diventato argomento di grande attualità con l'emanazione e la successiva implementazione degli accordi di Basilea, riguardanti la regolazione bancaria.

Il rischio legato alle controparti delle banche, come clienti privati o società emittenti di strumenti oggetto d'investimento, secondo queste disposizioni deve essere calcolato in maniera corretta e adeguata allo scopo di mantenere la stabilità e la solidità del sistema bancario.

Questa inflessibilità è dovuta al fatto che nei decenni passati il monitoraggio della clientela ed in particolare le procedure di concessione di finanziamenti hanno lasciato spesso a desiderare.

Questa breve spiegazione consente di comprendere facilmente il livello di presenza di questo tipo di rischio nelle attività quotidiane che riguardano le varie tipologie di intermediari finanziari.

Una delle caratteristiche fondamentali del modello di analisi proposto in questo testo è il calcolo di un rating numerico compreso tra 0 e 5 che esprima in maniera sintetica il grado di rischio di credito che contraddistingue l'azienda considerata.

Questo giudizio è naturalmente poco significativo se non accompagnato da un'adeguata analisi dei dati e delle informazioni che hanno portato a questo risultato. Vanno infatti esaminate ed evidenziate le criticità che emergono dall'analisi dei valori contabili e delle informazioni di tipo qualitativo, ponendo altresì l'attenzione su quegli indici che presentano risultati soddisfacenti e positivi.

D'altra parte è però necessario avere una stima oggettiva del livello di merito creditizio per possedere uno strumento in grado di correlare adeguatamente a questa un coerente tasso di remunerazione o un limite di ammontare di denaro investibile o affidabile a seconda del contesto.

Aldilà del modello proposto è quindi fondamentale poter reperire presso le principali agenzie di rating internazionali, o calcolare attraverso un qualsiasi modello di analisi del rischio di credito, un indicatore di merito che faccia parte di una più ampia scala di valori e possa far comprendere in maniera trasparente ed efficace lo stato di solvibilità di un'azienda.

Le scale di rating sono suddivise in varie classi, dette anche notch, cui corrispondono differenti probabilità di insolvenza; nella tabella sottostante sono riportate le scale di rating delle principali

agenzie di rating internazionali ed italiane affiancate a quella corrispondente al modello proposto in questo testo.

MODELLO	CERVED	S&P	MOODY'S
< 5	A1.1	AAA	Aaa
< 4,75	A1.2	AA+	Aa1
< 4,5	A1.3	AA	Aa2
< 4,3	A1.3	AA-	Aa3
< 4	A2.1	A+	A1
< 3,7	A2.2	A	A2
< 3,5	A3.1	A-	A3
< 3,2	B1.1	BBB+	Baa1
< 3	B1.1	BBB	Baa2
< 2,7	B1.2	BBB-	Baa3
< 2,5	B1.2	BB+	Ba1
< 2,3	B1.2	BB	Ba2
< 2,1	B2.1	BB-	Ba3
< 1,9	B2.1	B+	B1
< 1,7	B2.2	B	B2
< 1,5	B2.2	B-	B3
< 1,3	C1.1	CCC+	Caa1
< 1,1	C1.1	CCC	Caa2
< 0,9	C1.2	CCC-	Caa3
< 0,7	C1.2	CC	Ca
< 0,6	C2.2	SD	C
< 0,4	C2.2	D	

Come si può facilmente notare ogni agenzia adotta una differente dicitura per definire le classi di rating utilizzando numeri, lettere o la combinazione dei due e per ognuna di esse fa coincidere un diverso rischio di credito.

La rischiosità, come già detto, è espressa in termini di probabilità di insolvenza: a questa viene poi associato un tasso di interesse che esprime il rischio specifico dell'emittente o dello strumento emesso. Questo credit spread va sommato al tasso risk free andando a formare un tasso d'interesse che andrà a remunerare un investimento obbligazionario o la concessione di un finanziamento in maniera assolutamente coerente con la rischiosità dell'emittente.

I rating possono essere associati, inoltre, ad un singolo strumento finanziario e quindi dipenderanno in questo caso dalla rischiosità dello stesso, dalla solvibilità dell'emittente, dalla durata, oltre che da altre caratteristiche specifiche dell'emissione, come la seniority.

I rating, a parte quelli disponibili su piattaforme professionali come Bloomberg che si riferiscono a imprese quotate o di dimensioni rilevanti, sono evasi dalle agenzie di rating certificate (ECAI) e riconosciute dalle relative istituzioni (ESMA, BCE, ecc.) su richiesta e assegnazione di mandato esplicita, verso il pagamento di un importo cospicuo per il servizio. Tutto questo fa capire la rilevanza che i rating ricoprono nel sistema economico attuale.

Ai rating corporate vengono affiancati i rating che si riferiscono agli Stati: essi considerano altri dati, macroeconomici e politici ad esempio, e vanno ad influire molto spesso sul prezzo dei titoli governativi e di riflesso anche su quello dei titoli corporate emessi da società appartenenti agli stessi.

3. IL MODELLO PROPOSTO

Il modello è proposto come strumento in grado di fornire un giudizio del merito creditizio attraverso un valore sintetico ottenuto mediante l'assegnazione di punteggi, da 1 a 5, ad una griglia di indicatori diversamente ponderati e divisi in quattro gruppi.

A questa componente quantitativa viene affiancata anche un'analisi di tipo qualitativo dell'azienda considerata che assegna un ulteriore punteggio compreso tra -1 e 1, allo scopo di consentire una visione più chiara e completa della reale situazione aziendale.

Come vedremo in maniera più approfondita nei prossimi paragrafi di questo capitolo, la caratteristica più originale del modello è il sistema a soglie mobili.

Il modello non è pensato per l'analisi di società particolari come le banche e le assicurazioni, contraddistinte da particolari valori riportati in bilancio e che necessitano di considerazioni e sistemi di analisi specifici: piuttosto si propone come modello in grado di analizzare la capacità creditizia di società di medio piccole dimensioni per cui non siano disponibili rating emessi da agenzie di valutazione internazionali e che abbiano delle dimensioni sufficienti a dire che l'analisi svolta sia sensata. Esso vuole soddisfare tutte le esigenze già esplicitate ampiamente nelle precedenti sezioni del testo e quindi essere uno strumento utilizzabile dalla più vasta gamma di utilizzatori e con il maggior grado di flessibilità possibile.

Se pensiamo ad un'analisi effettuata da organi gestionali aziendali con lo scopo di comprendere l'andamento della società rispetto ai principali concorrenti, appare chiaro come il sistema a soglie mobili provveda a fornire informazioni sui valori contabili già contestualizzate rispetto al settore di provenienza.

Durante l'elaborazione del modello oggetto del presente lavoro, per riuscire a determinare con significatività statistica ponderazioni adeguate per ciascun indicatore, che risultassero rappresentative dell'influenza che questi hanno nel portare all'insolvenza, sarebbe stato opportuno svolgere un'approfondita analisi statistica su un vasto campione di aziende in liquidazione o già chiuse in seguito a fallimento, ma a causa della mancanza di una sufficiente base dati relativa a queste casistiche, questi dati non sono stati considerati nella loro completezza. Ovviamente, nel momento in cui queste informazioni venissero messe a disposizione sarà necessario ed opportuno un intervento

migliorativo per implementare e rendere più completo il modello.

L'analisi qualitativa esamina dove e in che modo si sviluppa il business della società, qual è il suo livello di patrimonializzazione e la sua quota di mercato e conferisce al modello ulteriore attendibilità e realisticità nell'assegnazione del giudizio di merito complessivo.

Successivamente è necessario accompagnare i semplici dati empirici ricavati con un'accurata analisi ed estrapolazione di ulteriori informazioni, andando oltre lo sterile giudizio complessivo di merito creditizio.

Il modello è stato testato solo ed esclusivamente su aziende italiane, data la provenienza di quelle oggetto d'investimento da parte della SGR, ma ciò non sta a significare che il modello non sia applicabile tranquillamente alle società del resto del mondo.

Il meccanismo di definizione delle soglie in base ai comparables non verrebbe assolutamente intaccato dalla provenienza delle società in oggetto, mentre alcuni problemi potrebbero sorgere per i differenti principi di redazione dei bilanci d'esercizio.

Nonostante l'armonizzazione dei principi contabili e di redazione dei bilanci tanto agognata almeno all'interno della comunità europea, sono riscontrabili ancora differenze ad esempio nei paesi anglosassoni che definiscono in maniera meno dettagliata le varie poste di bilancio.

3.1. IL SISTEMA A SOGLIE MOBILI

Come già precedentemente introdotto l'originalità del modello presentato con questo lavoro è rappresentata principalmente dall'elevato grado di flessibilità, con il sistema a soglie mobili e la possibilità di variare le ponderazioni di ciascun indicatore o gruppo di indicatori sul totale del giudizio in base all'importanza che si ritenga abbiano nel singolo caso che si vuole esaminare.

La locuzione "soglie mobili" è dovuta al fatto che l'assegnazione dei punteggi per ciascun indicatore si ottiene in base al valore conseguito dalla società esaminata rispetto a soglie che variano di volta in volta. Infatti per ciascuna azienda analizzata viene costruito un insieme di aziende simili per fatturato e attività svolta da cui, tramite indagine statistica, si ricavano per ogni indice le varie soglie.

Gli indicatori sono suddivisi in quattro gruppi: per ciascuno dei quattro si otterrà un valore che dipende dalla media ponderata dei punteggi (compresi tra 1 e 5) assegnati a ciascuno degli indicatori che lo compongono.

Dalla ponderazione dei giudizi parziali, ricavati da ciascuno dei quattro gruppi, si ottiene il giudizio riepilogativo della parte quantitativa, cui andrà sommato il giudizio della parte qualitativa.
In questo caso il punteggio sarà calcolato in base alla media ponderata dei punteggi assegnati a ciascun indicatore qualitativo e sarà compreso tra -1 e 1.

Nei seguenti paragrafi sono definite nel dettaglio le modalità di definizione del campione di aziende comparables e di determinazione della precisa composizione delle soglie per ogni indicatore.

3.1.1. LA SELEZIONE DEL CAMPIONE DI COMPARABLES E L'ESCLUSIONE DEI DATI OUTLIER

Il modello si basa in buona parte sull'analisi statistica volta a definire le soglie presenti nella griglia di punteggi corrispondenti ai vari indicatori: è quindi fondamentale ed imprescindibile disporre di un database contenente un numero più elevato possibile di bilanci aziendali ben catalogati e riferiti a società distinguibili in base all'attività svolta ed altri dati che permettano di estrarle dalla popolazione ed aggregarle in campioni omogenei, definiti comparables.

Tra le varie banche dati riguardanti aziende italiane si è scelto, perché disponibile nell'ambiente lavorativo, di avvalersi del database di Aida che generalmente risulta ben fornito di bilanci appartenenti ad aziende molto eterogenee per dimensione ed attività svolta; anche l'aggiornamento dei bilanci di anno in anno presenta di norma tempi accettabili.

Attraverso questo database è possibile in maniera molto semplice ed intuitiva andare a selezionare dei gruppi di aziende inserendo i filtri di ricerca più disparati che vanno da range di particolari dati di bilancio ad attività svolta, passando per dati anagrafici o anno dell'ultimo bilancio disponibile delle società stesse. Per lo svolgimento dell'analisi proposta in questo lavoro, partendo dal Database Aida, si procederà innanzitutto ad effettuare l'individuazione del campione di società ritenute comparables rispetto l'azienda da esaminare, utilizzando come parametri di ricerca:

- l'attività svolta dall'azienda
- un certo range di fatturato.

Per svolgere correttamente l'indagine statistica è necessario disporre di un adeguato campione di aziende, che si ritiene debba essere non inferiore alle quindici unità. Anche questa misura è stata stabilita in base a necessità pratiche dell'ambiente lavorativo e ritenendolo un numero che permettesse di ricavare soglie che avessero una minima rilevanza statistica, senza compiere analisi sulla consistenza dei campioni considerati per ricavarne un numero minimo ideale (sempre se esistente ed uguale per tutti i casi). L'auspicio in ogni caso è quello di riuscire a ricavare un insieme di comparables che di volta in volta sia molto più numeroso di quello minimo previsto.

Per definire questo insieme di aziende, dalla schermata principale di Aida si seleziona il tasto 'Attività' e poi 'Classificazione merceologica' per poi ricercare il codice numerico (Ateco) che contraddistingue il settore d'appartenenza della società che è possibile conoscere sempre da Aida sulla pagina informativa dell'azienda esaminata.

Sempre dalla pagina principale di Aida si seleziona 'Dati finanziari' e su ricavi delle vendite si sceglie la fascia stabilita come di seguito.

Nella definizione delle fasce di fatturato viene utilizzato, quale base di partenza, il livello di fatturato dell'azienda considerata creando un range di +/-10 Mln, se l'azienda oggetto di analisi ha ricavi inferiori ai 50 Milioni di euro, o di +/-50Mln per aziende il cui fatturato supera la soglia appena definita. Nel caso in cui questo range iniziale non permettesse di ottenere un campione sufficientemente numeroso (in base ai criteri succitati), l'intervallo dovrà essere allargato di 10 Mln per lato fino a che non sia raggiunta la soglia minima stabilita.

Nel caso di aziende con fatturato tra i 10 ed i 20 milioni, l'intorno del fatturato avrà limiti inferiori e superiori di +/-2Mln, per non scendere al di sotto della soglia dei 10 milioni. Nel caso in cui questo range iniziale non permettesse di ottenere un campione sufficientemente numeroso secondo la soglia minima stabilita, esso dovrà essere aumentato/diminuito di 2 Mln fino a che non sia raggiunto il numero minimo di aziende analizzabili. Nel caso l'allargamento del limite inferiore portasse al raggiungimento della soglia minima di 10 milioni si procederà con il solo aumento della parte superiore.

Naturalmente se risulta possibile raggiungere il numero minimo di aziende presenti nel campione solo espandendo in maniera esagerata il range di fatturato, è opportuno considerare se non sia troppo ampio per preservare la coerenza dell'analisi.

Se ad esempio ci si trovasse a valutare un campione con un range di fatturato di 500 mln o più è chiaro come non abbia molto senso svolgere delle indagini su società così distanti e differenti: anche se non è previsto un limite massimo di allargamento della fascia di fatturato è necessario appellarsi al buon senso per far sì che non siano svolte indagini assolutamente non coerenti.

Non è infatti possibile che indicatori reddituali o finanziari che contraddistinguono una società con fatturato annuo di 50 milioni di euro siano comparati e analizzati assieme a quelli relativi ad un'azienda che invece presenta ricavi d'esercizio per 500 milioni di euro.

A questo punto abbiamo un insieme di aziende che rispetta i parametri imposti ed è possibile tramite il tasto 'visualizza risultati' vederne l'elenco con alcune informazioni base.

Il secondo step fondamentale dell'analisi da svolgere per la strutturazione del modello di analisi a soglie mobili, una volta ottenuto un campione di aziende coerente con i vincoli di numerosità e omogeneità già presentati in precedenza, è il processo di eliminazione dei dati outlier, cioè molto distanti dal resto del campione a causa di inesattezza dei dati di bilancio o di esercizi caratterizzati da risultati straordinari nel bene o nel male.

Nello svolgimento di questo processo è necessario eliminare, dalla lista di aziende considerate, quelle che presentano:

- Dati che evidenziano incongruenze (ad esempio aziende i cui bilanci disponibili sono in parte incompleti);
- Bilanci caratterizzati da valori (anche solo di parte dei valori contabili non per forza tutti) non realistici o eccessivamente lontani rispetto a quelli presentati dall'azienda analizzata e dal resto delle aziende componenti l'insieme dei comparables: nonostante il campione selezionato includa aziende simili a quella considerata, alcune potrebbero presentare valori di patrimonializzazione o di redditività o di indebitamento tali da rendere falsata l'intera indagine se non prontamente eliminate dal campione;
- Dati di bilancio risalenti a più di due esercizi precedenti a quello in cui vengono svolte le analisi.

In questo modo l'analisi non ne risulta in alcun modo contaminata e può mantenere quel carattere di coerenza e realisticità fondamentale per chi scrive.

3.1.2. L'INDAGINE STATISTICA E LA DEFINIZIONE DELLE SOGLIE

Una volta che il campione è stato depurato con l'esclusione delle aziende che presentano le caratteristiche descritte in precedenza, è possibile procedere con l'analisi statistica necessaria per stabilire le soglie per ogni indice.

In particolare selezionando "distribuzione di variabili" nel menù a tendina sulla destra della schermata di Aida è possibile effettuare svariate indagini sul campione di aziende, selezionando di volta in volta tutti gli indicatori presenti nella griglia presente nel modello sia nella parte d'analisi quantitativa che qualitativa per gli indici che le richiedono.

In questo modo per ogni indicatore considerato si otterranno i dati corrispondenti a ciascuna delle aziende che compongono il campione, tenendo conto per ogni indagine effettuata di alcuni indicatori statistici: Minimo, Massimo, Media, Mediana e quartili intermedi.

I punteggi da 1 a 5 che verranno assegnati all'azienda oggetto di analisi con riferimento a ciascun indice, dipendono da cinque soglie calcolate in maniera molto semplice utilizzando gli elementi appena sopraccitati (Q rappresenta il quartile della distribuzione):

- $x \leq MIN$ punteggio assegnato 1;
- $MIN < x \leq 1°Q$ punteggio assegnato 2;
- $1°Q < x \leq 2°Q$ punteggio assegnato 3;
- $2°Q < x \leq 3°Q$ punteggio assegnato 4;
- $x > 3°Q$ punteggio assegnato 5.

I dati relativi alle indagini statistiche sono raccolti in un database contenuto in un file Excel: essi sono divisi per attività svolta, identificata su Aida mediante l'utilizzo di un codice (Ateco), e fatturato oltre che per ciascun indice considerato.

Il foglio Excel che si viene ad ottenere sarà sempre più ricco d'informazioni man mano che vengono svolte analisi riguardanti società molto diverse tra loro per settore d'appartenenza e dimensione, come nella figura riportata sotto.

		COPERT.IMM.								IND.DA TERZI			
N° SETT.	Settore (fatt. Mln euro)	Media	Mediana	Minimo	Massimo	1° quart.	2° quart.	3° quart.	4° quart.	Media	Mediana	Minimo	Massimo
1	Produz. carta, cartone, pasta carta (50-200)	1.03	0.92	0.35	2.05	0.82	0.92	1.19	2.05	0.63	0.41	0.19	2.06
2	Agricoltura e servizi coll.(50-150)	0.96	1.01	0.12	1.91	0.69	1.01	1.16	1.91	0.42	0.30	0.09	1.78
3	Racc., gest. e smalt. Rifiuti (10-50)	1.28	0.91	0.12	8.34	0.68	0.91	1.20	8.34	0.65	0.34	0.11	2.73
4	Lav. Prod. Distr. carne e form. (150-250)	1.56	1.13	0.25	3.91	0.86	1.13	2.11	3.91	0.54	0.33	0.03	2.54
5	Prod. e vend. software inf. (10-50)	3.12	2.83	0.35	9.51	1.11	2.83	4.33	9.51	0.34	0.26	0.04	1.04
6	Produz. e comm. compon. legno (10-50)	1.45	1.11	0.40	7.55	0.89	1.11	1.42	7.55	0.59	0.43	0.07	1.87
7	Prod. e trasf. Prodotti elettrici (70-270)	4.42	2.24	0.90	14.68	1.27	2.24	6.85	14.68	0.84	0.52	0.06	2.50
8	Comm. attraverso distr. autom. (10-50)	0.83	0.74	0.35	2.14	0.59	0.74	0.82	2.14	0.79	0.54	0.14	2.77
9	Prod. macch. utensili e access. (10-50)	2.24	1.51	0.37	12.36	1.08	1.51	2.74	12.36	0.68	0.43	0.04	2.55
10	Comm. macch. ric. fornit. agric. (50-150)	2.10	1.40	0.67	4.95	1.00	1.40	1.79	4.95	0.68	0.50	0.12	1.32
11	Install. macch. e appar. indust. (50-150)	1.83	1.32	0.45	4.42	1.13	1.32	2.61	4.42	0.49	0.37	0.07	1.24
12	Fabbr. altre apparec. elettr. nca (10-50)	3.78	2.14	0.37	20.49	1.35	2.14	4.96	20.49	1.17	0.62	0.05	6.13
13	Prod. prod. da forno e farinac. (100-250)	5.71	1.55	0.74	34.89	1.25	1.55	1.74	34.89	0.66	0.49	0.19	1.43
14	Comm. ingrosso prod. surgerlati (10-50)	2.16	1.15	0.37	11.24	0.87	1.15	2.31	11.24	0.40	0.21	0.08	1.45
15	Fuc. profil. stamp. metalli e metallur. polv.(50-150)	1.74	1.29	0.30	8.55	0.95	1.29	1.89	8.55	1.16	0.72	0.03	6.54
16	Instal. impianti elett. idraul. e altre costr. (10-50)	2.49	1.39	0.08	19.91	1.02	1.39	2.56	19.91	0.34	0.23	0.02	3.87
17	Trasporto di merci su strada (10-50)	1.24	0.90	0.12	4.54	0.69	0.90	1.56	4.54	0.34	0.20	0.02	4.20
18	Fabbric. mobili apparec. materiale medico (10-50)	2.58	1.63	0.37	10.65	1.05	1.63	2.62	10.65	1.11	0.59	0.10	5.25
19	Fabbricaz. di articoli in materie plastiche (50-150)	1.21	1.10	0.24	3.39	0.79	1.10	1.49	3.39	0.54	0.42	0.03	3.38
20	Attività dei call center (10-50)	2.52	1.23	0.22	10.29	0.69	1.23	2.86	10.29	0.71	0.49	0.05	3.39
21	Lavori di meccanica generale (10-50)	1.68	1.24	0.25	12.62	0.92	1.24	1.83	12.62	0.50	0.37	0.05	3.19
22	Commercio all'ingrosso prodotti chimici (50-150)	5.15	2.61	0.14	33.53	1.31	2.61	4.39	33.53	0.89	0.47	0.02	7.99
23	Fabbr. prod. chimici base, fertiliz. e compo. azot.(80-180)	1.49	1.26	0.44	3.74	0.98	1.26	1.83	3.74	0.79	0.68	0.07	1.96
24	Fabbr. macch. industria prod. plastica e gomma (10-30)	5.70	1.79	0.22	35.42	0.97	1.79	4.05	35.42	0.78	0.43	0.03	3.58
25	Fabbricazione di prodotti chimici (300-900)	1.62	1.51	0.41	3.54	0.93	1.51	2.15	3.54	0.76	0.53	,0,9	2.26

3.2. ANALISI QUANTITATIVA

La parte fondamentale dell'analisi svolta dal modello ruota attorno alla griglia di indici che rappresenta la parte quantitativa.

Nel secondo capitolo dell'elaborato sono stati esaminati i principali indicatori ricavabili dai valori di bilancio riclassificato o meno, mentre nei prossimi paragrafi di questo capitolo saranno esaminati nel dettaglio gli indici selezionati per far parte della struttura del modello.

Per ognuno saranno spiegati l'utilità, le informazioni che permette di ottenere e l'importanza che ricopre nel complesso dell'analisi del merito creditizio, intesa come rilevanza dello stesso indicatore nel rendere l'idea della situazione aziendale.

Come già anticipato gli indicatori vengono raggruppati nel modello in quattro insiemi:

- Indici di liquidità
- Indici finanziari
- Indici di redditività
- Altri indici rilevanti

Tale divisione permette di ottenere una griglia di indicatori composta come nella figura riportata di seguito.

	INDICATORI QUANTITATIVI			2013	SOGLIE					PUNTI	PESO
					1	2	3	4	5		
INDICI DI LIQUIDITA'	CURRENT RATIO (equilibrio BT)	Attivo corrente / Passivo corrente	0 / 0	#DIV/0!							60%
	QUICK RATIO	Attivo corrente - rimanenze / Passivo corrente	0 / 0	#DIV/0!							40%
							TOTALE INDICI DI LIQUIDITA'			0	22%
INDICI FINANZIARI	EQUITY MULTIPLIER (rapp. ind.)	Totale attività / Patrimonio Netto	0 / 0	#DIV/0!							15%
	COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	Debiti MLT + Patr. Netto / Attivo immobilizzato	0 / 0	#DIV/0!							20%
	LEVERAGE	Posizione Finanziaria Netta / EBITDA	0 / 0	#DIV/0!							25%
	GRADO INDIP. DA TERZI	Patr. Netto / Totale Debiti	0 / 0	#DIV/0!							18%
	GEARING	Posizione Finanziaria Netta / Patr. Netto	0 / 0	#DIV/0!							22%
							TOTALE INDICI FINANZIARI			0	25%
INDICI DI REDDITIVITA'	ROE	Utile Netto / Patr. Netto	0 / 0	#DIV/0!							35%
	ROS	EBIT / Ricavi totali	0 / 0	#DIV/0!							20%
	ROA	EBIT / Totale attività	0 / 0	#DIV/0!							20%
	EBITDA MARGIN	EBITDA / Ricavi totali	0 / 0	#DIV/0!							25%
						TOTALE INDICI DI REDDITIVITA'				0	28%
ALTRI INDICI RILEVANTI	ANDAMENTO VENDITE	Ricavi n - Ricavi n-1 / Ricavi n-1	0 / 0	#DIV/0!							25%
	EVA / RICAVI	NOPAT - C.I*WACC / Ricavi	#DIV/0! / 0	#DIV/0!							25%
	COPERTURA SERV. DEBITO	EBITDA / Oneri finanziari	0 / 0	#DIV/0!							35%
	DURATA CICLO COMMERCIALE	Durata crediti + giorni copertura scorte - durata media debiti									15%
							TOTALE ALTRI INDICI			0	25%
							TOTALE INDICI QUANTITATIVI				0

Come si può notare dalla figura all'interno di ciascun gruppo di indici ogni indicatore possiede una ponderazione che porta all'assegnazione di un punteggio parziale per ogni gruppo;

successivamente il punteggio di ogni gruppo viene ponderato per giungere al punteggio complessivo della parte quantitativa dell'analisi.

3.2.1. GLI INDICI DI LIQUIDITA'

Il primo gruppo è quello degli indicatori di liquidità: essi mostrano l'ammontare di attivi disponibili, detti appunto liquidi, di un'azienda confrontandoli spesso con la somma dei debiti contraddistinti da uguale scadenza.

Tra i numerosi indici di liquidità si è deciso di sceglierne due piuttosto rilevanti:

$$\text{CURRENT RATIO (equilibrio BT)} \quad \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$$

$$\text{QUICK RATIO} \quad \frac{\text{Attivo corrente - rimanenze}}{\text{Passivo corrente}}$$

Come già detto gli indici di liquidità sono importanti per comprendere la capacità di copertura dei passivi a breve termine con gli attivi, con medesimo orizzonte temporale a breve termine.

Il primo indice verifica il livello di matching tra le poste di stato patrimoniale a breve termine: i valori ideali del rapporto si aggirano tra 1 e 1,5; se verificato questo equilibrio si suppone sia verificato viceversa anche quello nel lungo termine.

Il Quick Ratio rappresenta la copertura garantita dalle disponibilità liquidabili immediatamente e dai crediti commerciali a breve termine sul totale dei passivi correnti.

È interessante notare come in questo secondo rapporto siano escluse dal conteggio delle attività le rimanenze che rappresentano una forma di attivo spesso difficilmente liquidabili in tempi brevissimi e quindi fornisce un idea della capacità di fronteggiare esigenze di copertura di fabbisogni improvvisi.

Il primo indice risulta essere, seppur di poco, maggiormente esaustivo, consentendo di comprendere il grado di equilibrio finanziario aziendale, considerando un orizzonte temporale limitato ai 12 mesi; per questo motivo all'interno del primo gruppo esso pesa per il 60% contro il 40% dell'altro indicatore.

La ponderazione, rispetto al giudizio complessivo, spettante agli indici di liquidità è inferiore rispetto ad altri gruppi di indici analizzati per l'importanza leggermente più bassa che essi ricoprono; non è da sottovalutare però il notevole contributo che essi forniscono in termini di informazioni ricavate.

Considerando il ciclo di vita aziendale, generalmente le aziende in fase di maturità riescono a gestire bene il bilanciamento tra attività e passività a breve, con i valori degli indici che si mantengono intorno all'unità, mentre per società di piccole dimensioni o start-up potrebbe risultare difficile essere in grado di organizzare la struttura di indebitamento a breve.

Considerando le peculiarità del settore di appartenenza, è probabile che aziende di servizi siano più avvantaggiate nel presentare maggiori disponibilità liquide ed in generale un più elevato ammontare di attivo circolante, rispetto ad imprese manifatturiere che rappresentano generalmente realtà più strutturate, spesso caratterizzate da valori consistenti di rimanenze e immobilizzazioni rispetto agli impieghi a breve.

È molto importante che una società presenti un buon livello di equilibrio tra le poste di bilancio che si trasformeranno in entrate o uscite entro i successivi dodici mesi (a partire dalla data di chiusura di bilancio, anche semestrale o trimestrale,considerata).

Le conseguenze potrebbero essere l'incorrere in casi di fabbisogni non coperti adeguatamente che possono generare sfasamenti nei flussi di cassa.

3.2.2. GLI INDICI FINANZIARI

Nel secondo gruppo di indicatori, il più numeroso, sono raggruppati cinque indici definiti genericamente finanziari, sebbene presentino una larga varietà di caratteristiche differenti e permettano di ricavare un ampia gamma di informazioni molti interessanti ed utili sulla situazione patrimoniale e finanziaria aziendale.

EQUITY MULTIPLIER (rapp. di indebitamento) $\dfrac{\text{Totale attività}}{\text{Patrimonio Netto}}$

COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI $\dfrac{\text{Debiti MLT + Patr. Netto}}{\text{Attivo immobilizzato}}$

$$\text{LEVERAGE} \quad \frac{\text{Posizione Finanziaria Netta}}{\text{EBITDA}}$$

$$\text{GRADO INDIP. DA TERZI} \quad \frac{\text{Patr. Netto}}{\text{Totale Debiti}}$$

$$\text{GEARING} \quad \frac{\text{Posizione Finanziaria Netta}}{\text{Patr. Netto}}$$

Per quanto riguarda questi indici, essi rappresentano degli indicatori della solidità finanziaria e del livello di patrimonializzazione aziendale, nonché del matching tra le poste attive e passive nel lungo termine.

L'equity multiplier indica quanto le attività detenute dalla società sono finanziate dal patrimonio netto e quindi il rapporto di copertura che il patrimonio netto garantisce; viceversa spiega qual è il livello di indebitamento aziendale.

Un eccessivo ammontare di impieghi rispetto al patrimonio netto non è consigliabile in quanto aumenta il rischio di difficoltà di copertura in caso si registrassero perdite sugli attivi e indica una notevole difficoltà a finanziare internamente gli impieghi.

Conseguenza logica di un alto livello d'indebitamento è anche l'aumento proporzionale del costo del servizio del debito che dev'essere necessariamente coperto aumentando la marginalità, situazione possibile solo con investimenti molto proficui: e qui entreranno in gioco gli indicatori di redditività in grado di mostrare l'attitudine a generare ricchezza.

Allo scopo di giudicare il merito creditizio risulta molto influente questo indicatore, come altri presenti in questo gruppo: è normale infatti pensare come sia molto più affidabile una società che finanzia buona parte degli investimenti con risorse interne piuttosto di una che ricorre largamente a indebitamento.

Altro indicatore con simile funzione è quello che riguarda il grado di indipendenza da terzi, che fornisce un'indicazione di quanto l'azienda può contare sui propri mezzi e quanto ricorre a fonti di finanziamento terze.

In questo particolare caso però il patrimonio netto viene direttamente rapportato con l'ammontare dei debiti e quindi è subito verificabile la proporzione di contributo di entrambi nel complesso delle fonti. È auspicabile che il rapporto sia più alto possibile garantendo quindi, come dice il nome dell'indicatore stesso, un alto grado di indipendenza della società rispetto ai soggetti terzi.

Questi due indici, per quanto importanti, hanno una ponderazione leggermente inferiore rispetto agli altri tre che forniscono informazioni concrete e chiare riguardo la solidità finanziaria dell'azienda ed il suo livello d'indebitamento.

Per quanto riguarda l'equilibrio aziendale nel lungo termine, l'indicatore di riferimento è quello di copertura delle immobilizzazioni che mostra la capacità di finanziare le immobilizzazioni data da patrimonio netto e debiti a medio lungo termine.

Come visto in precedenza per gli indicatori di liquidità, anche in questo caso si tratta di verificare il matching esistente tra le poste di stato patrimoniale focalizzando questa volta l'attenzione su quei valori contabili contraddistinti da trasformazione in entrate o uscite superiore all'esercizio successivo e quindi riferiti al medio lungo termine.

Per i due restanti indici finanziari occorre introdurre il concetto di posizione finanziaria netta intesa come la differenza tra i debiti finanziari (debiti verso banche e altri finanziatori) e le disponibilità liquide (cassa e conti correnti principalmente).

Nel caso del Leverage, questo viene calcolato dividendo l'ammontare di indebitamento rappresentato dalla posizione finanziaria netta per l'EBITDA generato durante l'esercizio. Ciò permette di ricavare molte informazioni indispensabili: in primo luogo questo indicatore fornisce un'idea molto chiara sul livello di indebitamento della società esaminata posto in rapporto non a caso con un aggregato che rappresenta l'ammontare di ricchezza operativa creata, al lordo di tutte le componenti esterne alla gestione; in secondo luogo il rapporto consente di capire per lo meno indirettamente quale sia la convenienza all'indebitamento.

Per spiegare l'ultima affermazione basti pensare ad un esempio molto chiaro: due società, una con leverage 2,3 e l'altra con leverage 7; a prescindere dall'ammontare dei valori presenti nel rapporto è oggettivo come nel primo caso un modesto ricorso a finanziamento comporti un'ottima redditività (o un consistente investimento porti alla generazione di un ammontare di ricchezza ancora maggiore), mentre nel secondo caso lo stesso discreto indebitamento netto non porta a risultati sufficienti in termini di entrate (oppure un grosso investimento si rivela molto poco redditizio).

Non esistono valori precisi di leverage ideale, però valori assolutamente accettabili si hanno tra il 2x e il 3,5x, mentre sopra il 5x si hanno valori un po' troppo alti, con estremi superiori al 7x/8x che diventano preoccupanti e fanno sì che la società risulti poco affidabile e meritevole dal punto di vista creditizio.

Non è ideale nemmeno un rapporto eccessivamente basso: certamente sembra molto positivo non avere indebitamento, ma è necessario mantenerne un certo livello per poter coprire le necessità di impiego e per sfruttare i vantaggi prodotti dallo scudo fiscale, non disponibili se ci si finanzia interamente con capitale proprio.

Va considerato anche che la conoscenza del livello di indebitamento di una società consente altresì di conoscere il livello di seniority di un ulteriore emissione di strumenti di debito su cui si voglia investire.

Per chiarire quest'affermazione basti pensare ad una società che già presenta ampio ricorso a strumenti di debito e che è in fase di emissione di ulteriori strumenti che siamo interessati a valutare: la presenza di altri crediti con pari privilegio o addirittura senior rispetto a quello di riferimento, va ad influire molto sulla considerazione dello strumento stesso, sul grado di rischiosità che lo contraddistingue e di conseguenza sulla remunerazione che a ciò è correlata.

Nell'altro, il gearing, si mettono in rapporto l'indebitamento netto (P.F.N.) e l'ammontare di patrimonio netto: anche in questo caso è preferibile avere valori bassi che si aggirino attorno all'unità o addirittura inferiori ad 1. Come per il leverage anche in questo caso non va bene siano troppo bassi per i motivi sopraelencati. Anche questo indicatore collabora con gli altri appena elencati a fornire valide informazioni sul livello di indebitamento e sulla consistenza dell'equity.

Il gruppo di indicatori finanziari, una volta assegnati i rispettivi punteggi, rappresenta un giudizio parziale che influisce in maniera rilevante sull'assegnazione del giudizio di merito complessivo e quindi è ponderato con una percentuale molto consistente rispetto agli altri insiemi di indici.

Nell'analisi approfondita che deve seguire la redazione del modello di analisi è opportuno soffermarsi particolarmente sulla verifica e correlazione dei valori e delle informazioni che questi indicatori forniscono, in quanto capaci di incidere notevolmente sul parere complessivo relativo alla società.

3.2.3. GLI INDICI DI REDDITIVITA'

Il terzo gruppo di indici che vengono presentati è quello degli indici di redditività: come si può facilmente intuire dal loro nome essi mostrano la capacità aziendale di generare un certo profitto in rapporto alla dotazione patrimoniale.

$$\text{ROE} \quad \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Patr. Netto}}$$

$$\text{ROS} \quad \frac{\text{EBIT}}{\phantom{\text{Patr. Netto}}}$$

$$\frac{}{\text{Ricavi totali}}$$

$$\text{ROA} \quad \frac{\text{EBIT}}{\text{Totale attività}}$$

$$\text{EBITDA MARGIN} \quad \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ricavi totali}}$$

Come già anticipato nelle sezioni precedenti dell'elaborato i possibili indicatori reddituali sono tantissimi e tutti in parte utili ad estrapolare una particolare informazione dai dati di bilancio: è infatti possibile mettere in rapporto tra loro vari aggregati reperibili dal semplice bilancio civilistico o da riclassificazione dello stesso, evidenziando il contributo di una gestione piuttosto che di un'altra al raggiungimento di un certo utile il rendimento di una determinata parte di patrimonio piuttosto che degli attivi.

Tra tutti questi si è deciso di scegliere quattro indicatori che meglio di tutti rappresentano la situazione reddituale della società e che forniscono il maggior numero di informazioni necessarie per giungere ad un'analisi efficace.

In ordine di importanza, il quale determina un maggior grado di ponderazione sul totale degli indicatori, troviamo per primo il ROE (Return On Equity) che rappresenta il rapporto tra risultato netto e patrimonio netto e fornisce un'idea della redditività dei mezzi propri.

È l'indicatore più conosciuto e tra i primi ad essere analizzato per verificare il risultato d'esercizio con una percentuale: è particolarmente interessante in quanto l'utile d'esercizio è rapportato al patrimonio netto e quindi offre la possibilità di cogliere la remunerazione del capitale conferito dai soci e trasformato in investimenti .

Può certamente dare un'idea chiara della bontà dell'impiego del patrimonio sebbene sia un indice molto sintetico che non può da solo descrivere ogni aspetto reddituale che è necessario conoscere della società.

Per questo è necessario disporre di altri indicatori per raccogliere altre informazioni riguardanti marginalità più specifiche o il risultato d'esercizio rapportato ad altri aggregati di stato patrimoniale invece che al patrimonio netto.

Proseguendo con l'analisi troviamo il ROS (Return On Sales): in questo indicatore l'EBIT (Earning Before Interest and Tax) è rapportato con i ricavi delle vendite e ciò permette di cogliere il margine di ricchezza creata dalla gestione operativa prima di sottrarre interessi passivi e tasse.

Ciò permette agli organi gestionali di capire quanto i costi influiscono sul fatturato e quanto ammontare resta disponibile per far fronte agli impegni finanziari e tributari.

Un altro indice in cui al denominatore troviamo i ricavi delle vendite è l'EBITDA margin: come dice il nome dell'indice esso indica la marginalità di questo specifico aggregato che rappresenta la ricchezza creata dall'impresa e su cui gli organi gestionali possono agire perché non è assolutamente influenzata da elementi esterni alla gestione come tasse, interessi passivi, ammortamenti e svalutazioni (tutti elementi che non dipendono direttamente dalle strategie aziendali).

Le informazioni che si possono trarre da questi due indici sono: in primo luogo la percentuale di ricavi che terminata la fase produttiva si trasforma in incassi anche se parzialmente destinati a coprire gli oneri delle gestioni non operative oltre che gli ammortamenti; in secondo luogo permette agli organi gestionali aziendali di cogliere l'incidenza e la tipologia dei costi per poterla modificare.

Con riferimento a quest'ultimo elemento è possibile, per migliorare l'analisi, calcolare il margine di contribuzione: esso permette di evidenziare i costi variabili rispetto ai costi fissi; per mantenere una certa flessibilità aziendale, seppur relativa all'attività svolta, il management può in questo senso agire riducendo o razionalizzando i costi fissi che riducono la marginalità operativa.

Utilizzando nuovamente l'EBIT, è possibile elaborare un ulteriore indice, il ROA (Return On Asset), che rappresenta la redditività intesa come rendimento degli attivi: infatti è calcolato come il rapporto tra l'EBIT e il totale degli attivi.

Questo indice completa la visione della redditività d'azienda ed è un ottimo spunto per capire la bontà degli investimenti effettuati dalla società: una percentuale elevata di questo indicatore sta a significare che gli investimenti effettuati hanno portato a registrare rilevanti incassi e quindi che sono stati mediamente buoni.

Il calcolo di questo indice è possibile anche su parte degli asset:di effettua rapportando gli incassi derivanti da un particolare investimento con l'ammontare impiegato per lo stesso. In questo modo, pratica utile maggiormente ai fini di gestione, è possibile cogliere quali siano gli investimenti maggiormente redditizi (in percentuale quindi confrontabili oggettivamente) comparandoli tra loro, allo scopo di definire una precisa strategia aziendale che preveda di escluderne alcuni o aggiungerne altri.

Dal punto di vista di eventuali analisti esterni questo può essere un ottimo esercizio per capire la redditività degli investimenti che la società al momento ha effettuato e il rendimento di investimenti

che ha in programma di effettuare in futuro magari utilizzando i soldi che derivano dall'emissione di determinati strumenti di debito oggetto d'investimento per chi svolge l'analisi.

Confrontando l'EBIT con l'ammontare di interessi passivi si può inoltre cogliere quanta della ricchezza prodotta è da impiegare per far fronte agli impegni finanziari e quanta resta disponibile come utile netto (dopo la sottrazione delle imposte): in un certo senso anche qui si può cogliere la convenienza degli investimenti rispetto al costo dell'indebitamento.

Tutti gli indicatori di redditività inseriti nel modello d'analisi oggetto del presente elaborato presentano un'informazione aggiuntiva comune: essendo il risultato aziendale paragonato con quello delle altre aziende comparables, essi danno automaticamente un'idea sul posizionamento aziendale rispetto ai concorrenti in termini di redditività.

Questo gruppo di indicatori gode della più alta ponderazione sul giudizio totale della parte quantitativa proprio per l'importanza che viene largamente riconosciuta agli indicatori che lo compongono.

Per i motivi sopraelencati, un'accurata analisi degli indici che compongono questo gruppo è imprescindibile per la mole di informazioni ricavabile sulla situazione reddituale che contraddistingue un'azienda.

3.2.4. ALTRI INDICI RILEVANTI

Nel quarto ed ultimo gruppo di indici troviamo quelli che per natura e tipologia di informazioni ottenibili non erano facilmente assimilabili con altri ed inglobabili nei rimanenti gruppi.

Questi indicatori sono molto diversi tra loro e forniscono informazioni reddituali ma anche di tipo gestionale come il quarto che troviamo, unico facente parte di questa particolare categoria.

Altra particolarità è quella che contraddistingue l'indice di crescita dei ricavi, unico ottenibile completamente senza la necessità di riclassificazione delle poste di bilancio.

$$\text{CRESCITA RICAVI} \quad \frac{\text{Ricavi n - Ricavi n-1}}{\text{Ricavi n-1}}$$

$$\text{EVA / RICAVI} \quad \frac{\text{NOPAT - C.I*WACC}}{\text{Ricavi}}$$

COPERTURA SERV. DEBITO = EBITDA / Oneri finanziari

DURATA CICLO COMMERCIALE = Durata crediti + giorni copertura scorte – durata media debiti

L'indice di durata del ciclo commerciale, unico indicatore della gestione corrente, è indicativo delle tempistiche di incasso dei crediti, pagamento dei debiti e velocità di smaltimento delle rimanenze; viene quindi fornita una stima della capacità societaria di ridurre al minimo il numero di giorni per completare questo ciclo. È preferibile che esso sia piuttosto corto perché è meglio avere ridotti tempi di incasso dei crediti commerciali e di contro lunghi tempi di pagamento dei debiti della stessa tipologia.

Altro discorso merita la velocità di smaltimento delle scorte: esse rappresentano un attivo corrente che però non è immediatamente liquidabile e quindi non disponibile per pagamenti improvvisi; in più è preferibile che al più presto si trasformino in incassi effettivi per dare valore concreto.

Il punteggio più alto sarà dato a quelle società che presentano valori bassi o addirittura negativi, prova di un'elevata velocità di incasso dei crediti e di esaurimento delle scorte rispetto al tempo medio di pagamento dei debiti.

Molto rilevanti sono anche gli indicatori riguardanti la crescita aziendale durante l'ultimo esercizio: indice di crescita dei ricavi e EVA/RICAVI.

L'indicatore di crescita dei ricavi, ricavabile semplicemente dal bilancio civilistico, fornisce un'idea della crescita aziendale intesa come percentuale di aumento o diminuzione dell'ammontare di fatturato.

Si tratta sicuramente di un valore molto sintetico e limitatamente significativo per giudicare lo stato di salute aziendale però consente di capire se le strategie aziendali danno i frutti attesi e se eventuali piani industriali d'espansione sono rispettati.

La crescita del fatturato pur non rappresentando l'unica via per migliorare le performance aziendali, è indice di una buona capacità di resistenza sul mercato e di incremento e sviluppo del business.

Un indicatore esplicativo della determinazione della crescita aziendale è l'EVA rapportato al totale dei ricavi; è un indicatore creato da chi scrive per fornire un'idea sulla ricchezza creata in rapporto al fatturato.

L'Economic Value Added (EVA) è un indicatore molto utilizzato che rappresenta l'ammontare di ricchezza generata o distrutta dalla società durante l'esercizio considerato.

Nella formula per il calcolo di questo particolare aggregato abbiamo il NOPAT che rappresenta il risultato operativo netto dopo il pagamento delle tasse al lordo degli interessi, il Capitale Investito e il costo del capitale medio ponderato.

Il NOPAT, indicatore già presentato nel secondo capitolo del testo, è calcolato come utile netto più interessi passivi, il capitale investito si ottiene dalla somma di immobilizzazioni e capitale circolante netto e il Weighted Average cost of capital si calcola come la media tra remunerazione del capitale proprio e costo del capitale di debito ponderati per i rispettivi ammontari.

Per avere un EVA positivo sarà necessario per prima cosa avere un NOPAT più elevato possibile e in secondo luogo un ammontare di capitale investito ridotto accompagnato da una percentuale più bassa possibile di costo del capitale.

Al contrario se l'azienda dimostrerà incapacità di generare redditività adeguata avremo un elevato costo del capitale o un ingente ammontare di capitale investito rispetto al risultato operativo netto conseguito. Il rapporto con il fatturato fornisce quindi un dato chiaro, efficiente ed espresso in percentuale sulla capacità della società di crescere e generare nuova ricchezza, impiegando al meglio il capitale investito.

L'ultimo indice analizzato, non di certo il meno importante vista anche la sua alta ponderazione, di questo gruppo è quello di copertura del servizio del debito (copertura oneri passivi). Tale indicatore mostra la capacità di far fronte agli oneri finanziari attraverso l'impiego dei margini operativi generati durante l'esercizio.

Se il valore dell'indice è positivo, significa che l' EBITDA è superiore di un certo numero di volte rispetto all'ammontare totale di oneri finanziari e pertanto l'azienda analizzata sarà in grado di far fronte a tutti gli impegni finanziari.

I valori ideali di questo rapporto sono sopra il 2x, ma è preferibile avere valori anche più elevati in modo da poter contare su un consistente flusso di ricchezza generata, in grado di portare un utile rilevante alla società oltre che provvedere al pagamento degli oneri finanziari passivi.

Anche questo indice unito ad alcuni altri indicatori di redditività mostra chiaramente il livello di rendimento degli investimenti attualmente effettuati in azienda e della convenienza all'indebitamento.

Questo gruppo di indicatori gioca un ruolo molto rilevante nel determinare il giudizio complessivo aziendale e quindi il corrispondente punteggio è ponderato con una percentuale alta rispetto ad altri gruppi.

3.3. ANALISI QUALITATIVA

Per rendere la visione complessiva della situazione aziendale quanto più possibile chiara e realistica tutte le istituzioni che forniscono dei rating valutano anche alcuni aspetti non direttamente legati ai dati di bilancio.

Questo tipo di analisi, definita qualitativa, viene riproposta anche nel modello presentato allo scopo di premiare o penalizzare le società in base alla situazione relativa ad alcuni elementi caratteristici delle società, alcuni estranei ai valori contabili.

Per ciascun indicatore considerato sono assegnati punteggi compresi tra -1 e 1 in base a delle soglie stabilite seguendo le regole presentate di seguito.

In aggiunta all'analisi quantitativa, il modello considera quindi degli aspetti qualitativi quali:

- Livello di patrimonializzazione: sebbene derivi dal bilancio, in questo caso fornisce un'idea sull'adeguatezza patrimoniale rispetto alle altre società presenti nello stesso segmento considerato.

  Per questo motivo tale dato non è più inteso come nella parte di analisi quantitativa ma va a definire una caratteristica definita più qualitativa.

  Influisce in maniera considerevole sulla valutazione aziendale in quanto consente l'individuazione dell'ammontare di denaro considerabile come garanzia sull'investimento (livello di recupero in caso di default) e quindi della consistenza del "salvagente" disponibile per far fronte ad eventuali perdite.

  Una società meglio patrimonializzata avrà un punteggio di 0,5 o 1, conseguenza della maggior affidabilità percepita dal mercato in quanto essa è contraddistinta da maggiori coperture per far fronte ad eventuali perdite; l'investimento in questo caso risulterebbe meno rischioso.

  Le soglie sono stabilite effettuando sul campione di aziende comparables le medesime analisi svolte per definire le soglie degli indicatori considerati nell'analisi quantitativa, rendendo anche questo valore indicativo del posizionamento aziendale rispetto ai concorrenti.

- Quota di mercato: indica che posizione occupa la società nel suo mercato di provenienza in termini di fatturato rispetto alle altre; proviene come il precedente indicatore dal semplice bilancio civilistico aziendale ma ora ricopre una funzione informativa di tipo qualitativo in quanto inserito in un contesto di valutazione comparativa per mettere in evidenza altri pregi societari.

  Come per l'indice di patrimonializzazione viene analizzato, per ogni azienda del campione, il valore di fatturato registrato nell'esercizio oggetto d'analisi creando delle apposite soglie con la stessa metodologia utilizzata per gli altri indici quantitativi.

  Appare facilmente comprensibile l'importanza ricoperta da questo valore in quanto specchio della rilevanza aziendale rispetto ai concorrenti considerati.

  Il miglioramento di questo valore negli anni è elemento chiaro di come le strategie elaborate dal management abbiano portato alla possibilità per la società considerata d'imporsi sul mercato di riferimento.
- Concentrazione geografica: questo indicatore presenta la capacità delle società di ampliare la propria presenza, produttiva e distributiva, a tutto il mercato domestico o addirittura al commercio internazionale. Si andranno ad apprezzare quelle società che presentano ricavi derivanti da vendite distribuite nell'intero territorio nazionale o preferibilmente all'estero.

  Un punteggio negativo sarà dato alle aziende che producono e distribuiscono i loro prodotti o servizi solo in una parte limitata del territorio italiano, con il caso estremo di presenza solo a livello di singola regione, in quanto risultano esposte al rischio concentrazione.
- Diversificazione portafoglio clienti: al fine di limitare il rischio di controparte le aziende dovrebbero vantare un portafoglio clienti piuttosto consistente e diversificato. Si valuterà quindi la tipologia di clienti principali distinguendo tra privati ed enti statali, quantificando l'esposizione nei confronti dei singoli e la somma di più esposizioni se esistono ad esempio legami infragruppo.

  Verranno considerate, in termini di percentuale sul totale del fatturato, le principali e più consistenti esposizioni verso i clienti.

  Per l'assegnazione del punteggio, positivo o negativo sono state predisposte 5 soglie relative a percentuali di singole esposizioni sul totale del fatturato: verrà assegnato un punteggio maggiore alle società che non presentano nessuna esposizione che superi il 4% sul totale del fatturato, per esposizioni maggiori, i

punteggi si attesteranno a livelli via via inferiori, raggiugendo il minimo qualora vi sia il superamento della soglia del 30%, con assegnazione di un punteggio negativo pari a -1 punto.

- Performance degli ultimi anni: per valutare le dinamiche aziendali nel tempo, è utile verificare le variazioni nel corso degli ultimi cinque/sei anni dei principali indicatori patrimoniali, finanziari e di redditività.

  A tale scopo si valuta l'andamento negli anni passati di Ricavi, Utile netto, ROE, Leverage e Grado di copertura degli interessi finanziari.

  Si stimerà per ciascuno di questi valori il trend degli ultimi anni, considerandolo positivamente solo in caso di costanza nel miglioramento dell'indice per almeno tre anni di seguito o con un andamento sempre crescente a parte qualche eccezione, non con andamento troppo altalenante.

  I punteggi sono assegnati in base al numero di indicatori considerati in miglioramento: nel caso di 0 o 1 indicatori migliorati viene assegnato un punteggio di -1, con 2 indicatori migliorati un punteggio di -0,5, se gli indicatori migliorati sono 3 il punteggio sarà 0, nel caso di miglioramento di 4 indicatori i punti assegnati saranno +0,5 e punteggio di +1 nel caso migliorino 5 indicatori su 5 considerati come si può evincere dalla tabella riportata in seguito.

- Diversificazione del business: per ogni settore di appartenenza, la produzione o l'offerta di servizi può essere varia e riguardare diversi aspetti.

  In alcuni settori, in maniera particolare, diventa importante capire in che misura una società sia in grado di offrire una vasta gamma di servizi o prodotti.

  I punteggi saranno assegnati in base all'ampiezza di servizi o prodotti offerti e al livello di gestione della filiera produttiva: il punteggio massimo (+1) sarà assegnato a quelle società in grado di gestire interamente la filiera produttiva, anche avvalendosi di controllate, e di offrire una vasta gamma di prodotti.

  All'estremo opposto (punteggio -1) troviamo le aziende presenti solo in parte nella filiera produttiva e in grado di offrire un numero ristretto di prodotti o di servizi.

  Nell'assegnazione dei punteggi intermedi (-0.5, 0 e +0.5) si andranno a valutare quelle società che presentano un gestione solamente parziale della filiera o una gamma d'offerta media.

Come già ribadito in precedenza l'analisi qualitativa porta ad ottenere un punteggio positivo o negativo per andare a premiare o penalizzare le società in base alle caratteristiche che presentano, aldilà dei semplici indicatori ricavati dai valori di bilancio.

INDICATORI QUALITATIVI	SOGLIE					PONDERAZIONI	PUNTEGGIO
	-1	-0,5	0	0,5	1		
LIVELLO DI PATRIMONIALIZZAZIONE	< 0 Mln	< 0 Mln	< 0 Mln	< 0 Mln	> 0 Mln	25%	
QUOTA DI MERCATO	< 0 Mln	< 0 Mln	< 0 Mln	< 0 Mln	> 0 Mln	20%	
CONCENTRAZIONE GEOGRAFICA	prod. e distr. in poche regioni	prod. o distr. in poche regioni	prod. o distr. in tutta Italia	prod. e distr. in tutta Italia	prod. o distr. Internazionale	15%	
DIVERSIFICAZIONE PORTAFOGLIO CLIENTI	> 30%	> 15%	> 8%	> 4%	< 4%	15%	
PERFORMANCE ULTIMI ANNI	migliorati 1 o nessuno	migliorati 2 indici	migliorati 3 indici	migliorati 4 indici	migliorati 5 indici	10%	
DIVERSIFICAZIONE BUSINESS	gest. parz. Filiera poca offerta	gest. parz. filiera offerta media	gest. parz. filiera offerta vasta	pochi prod. Intera filiera	tanti prodotti intera filiera	15%	
					TOTALE INDICI QUALITATIVI		0

Questi indicatori, sebbene ricoprano un ruolo marginale rispetto a quelli relativi alle indagini quantitative possono fornire numerosi spunti utili a comprendere la situazione aziendale, il posizionamento nel mercato e la capacità di pianificare attentamente accurate strategie.

Anche per questa sezione dell'analisi potrebbero essere apportate in future delle implementazioni ulteriori per definire nel dettaglio l'analisi dei particolari qualitativi altrimenti valutabili solo al di fuori del modello qui proposto.

A questo scopo gli indicatori richiedono un'analisi estesa e generalizzata che contestualizzi i risultati sintetici riportati nella tabella integrandoli con considerazioni attinenti ad altri elementi esterni al bilancio utili a comprendere l'affidabilità aziendale e la bontà delle strategie intraprese, mettendo in evidenza eventuali criticità riscontrate.

3.4. IL GIUDIZIO DI MERITO COMPLESSIVO E L'ANALISI DEI RISULTATI

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti il modello è suddiviso principalmente in due sezioni che portano al calcolo di due punteggi, questi sommati algebricamente vanno a creare il giudizio di merito complessivo che fornisce un'idea dell'affidabilità e della capacità aziendale di far fronte agli impegni in ambito creditizio.

È utile ribadire come il modello proposto sia uno strumento adatto a numerosi utilizzi e per questo motivo richieda accurate analisi dei risultati forniti: non è infatti possibile soffermarsi unicamente sul valore finale.

Per prima cosa è necessario soffermarsi sul motivo che ha spinto all'utilizzo del modello di analisi e che sposterà l'attenzione dell'operatore su particolari valori piuttosto che su altri.

Se a farne uso, ad esempio, fossero gli organi incaricati della gestione di un'azienda sarebbe opportuno che la loro analisi si concentrasse sulla verifica, anche confrontando i valori attuali con quelli degli esercizi precedenti, dei principali indicatori di solidità, equilibrio finanziario e redditività.

In particolare i punteggi assegnati a tutti questi indicatori e a quelli di tipo qualitativo rendono immediatamente chiaro il posizionamento dell'azienda rispetto ai principali concorrenti.

Un'altra informazione molto rilevante per questo tipo di analisi è quella di feedback sull'operato dell'ultimo esercizio o degli ultimi tre o cinque o qualsiasi orizzonte temporale fissato: questo per verificare ad esempio se determinati business plan sono stati rispettati o se gli obbiettivi sono ancora distanti.

Diretta conseguenza di questi riscontri è la possibilità di intraprendere azioni correttive dopo aver evidenziato le maggiori carenze: è possibile rivedere ad esempio un piano industriale a lungo termine piuttosto che modificare investimenti risultati poco fruttiferi, o ancora migliorare l'espansione all'estero o sviluppare nuove tecnologie investendo in ricerca e sviluppo.

Può anche essere d'aiuto rilevare informazioni utili ai fini di modificare la struttura o ridurre l'ammontare di indebitamento cui si fa ricorso, magari a favore di una politica di reinvestimento interno di risorse a danno della distribuzione di utili.

Possono essere evidenziate anche le singole gestioni che assorbono maggior capitale o quelle che si dimostrano più redditizie e che per questo motivo meritano investimenti più rilevanti e mirati; anche la distinzione dei costi fissi da quelli variabili e la maggior riduzione possibile dei primi ricopre un ruolo di primaria importanza garantendo flessibilità in risposta alle variazioni del livello della produzione.

Se l'analisi è svolta da operatori appartenenti a istituti di credito o altri intermediari finanziari gli utilizzi potrebbero essere dei più svariati: per quanto riguarda il pricing e, soprattutto, la definizione

di una probabilità di default significativamente correlata con il risultato ottenuto si ritiene il modello proposto non abbia alle spalle le indagini statistiche e quindi l'adeguata capacità esplicativa necessarie.

Se lo scopo è invece di analizzare un possibile investimento e poi monitorarlo nel corso degli anni o di verificare l'affidabilità delle varie controparti allora il modello è assolutamente efficiente e permette, grazie alla caratteristica delle soglie mobili e alla spiccata flessibilità, di valutare i casi più differenti ed avere sempre un confronto tra i risultati conseguiti dalla società esaminata e quelli riportati dalle aziende giudicate comparables.

Nel valutare un investimento è necessario stimare l'affidabilità e il merito creditizio di una società che in questo caso rappresenta l'emittente dello specifico strumento finanziario in oggetto: obbligazioni, minibond, titoli cartolarizzati e molti altri.

Andranno quindi valutati, oltre al giudizio di merito complessivo che fornisce un'idea dell'affidabilità della società, tutti gli indicatori idonei a far comprendere chiaramente ed efficacemente il livello di equilibrio, solidità e redditività dell'azienda esaminata.

Sarà opportuno per prima cosa verificare il matching tra le poste di stato patrimoniale attive e passive caratterizzate dal medesimo orizzonte temporale; in secondo luogo verificare il livello di indebitamento guardando prima di tutto al leverage ed al rapporto di indebitamento (Equity multiplier nel modello) e poi agli altri indicatori più significativi.

Non va trascurata la valutazione di tutti gli indici di redditività, unici in grado di fornire un'idea chiara sulla capacità aziendale di generare ricchezza mediante gli investimenti effettuati e di stabilire la convenienza all'indebitamento e la bontà degli stessi impieghi.

Altro aspetto da verificare attentamente è il rapporto di copertura degli interessi passivi, in grado di aiutare nella comprensione di molti aspetti sopraccitati andando a fornire un'ampia gamma di informazioni come la marginalità rispetto all'indebitamento corrente e la convenienza ad effettuare certi investimenti.

Anche l'indicatore EVA/Ricavi permette di comprendere la capacità aziendale di generare ricchezza, mentre la crescita dei ricavi ed la durata del ciclo commerciale hanno rilevanza marginale e vanno esaminati in un secondo momento o in caso di indecisione.

L'analisi qualitativa può ricoprire un ruolo da non sottovalutare nella delibera o meno di un investimento: infatti una società che appare ben patrimonializzata rispetto alle concorrenti, o presente sul mercato internazionale o ancora che presenti un portafoglio clienti ben diversificato, sarà considerata più affidabile e meritevole.

In secondo luogo è opportuno svolgere un'analisi approfondita di tutti gli altri indici che non siano stati appena citati e, attraverso tutti valori disponibili, calcolare tutti i rapporti e i margini opportuni al fine di rendere più coerente ed accurata possibile la valutazione.

Per quanto riguarda l'attività di monitoraggio periodica è utile valutare il valore di ciascun indice comparandolo con quelli conseguiti negli anni precedenti per avere ben chiara l'evoluzione temporale e poter verificare se ci sono stati peggioramenti o miglioramenti. Queste ultime considerazioni aprono alla possibilità di trovarsi nelle situazioni più disparate:

1. Se i valori sono in costante miglioramento l'outlook sarà assolutamente positivo e ci si aspetterà una discreta crescita per gli anni a venire. Questo tipo di trend è auspicabile per tutti gli indicatori ed in riferimento a tutti gli investimenti: naturalmente una valutazione di questo genere fa propendere nettamente per il parere positivo verso l'investimento in oggetto ed il suo mantenimento.
2. Se i valori si sono mantenuti più o meno costanti nel tempo il giudizio sarà di una situazione piuttosto stabile, mentre un'analisi mirata potrebbe evidenziare elementi migliorabili e criticità superate rispetto ai dati storici.
3. Se cogliamo un andamento molto altalenante di tutti o parte degli indicatori è necessario svolgere un'accurata verifica degli indicatori più significativi per spiegare a quali fattori è dovuta questa scarsa costanza.

   Molto spesso la tipologia di attività svolta porta ad ottenere risultati molto variabili negli anni a causa della dipendenza del business da commesse pluriennali o dell'incapacità di razionalizzare i tempi medi di incasso e pagamento di crediti e debiti commerciali.

   Come già evidenziato nelle sezioni precedenti del testo un andamento altalenante non è apprezzato dal punto di vista qualitativo e potrebbe pregiudicare la valutazione del merito creditizio aziendale.
4. Se si evidenzia un andamento negativo nel corso degli ultimi anni di alcuni o tutti gli indicatori sarà naturale valutare l'emittente come maggiormente rischioso.

   In alcuni casi il perdurare di grosse lacune strutturali o il peggioramento costante degli indicatori reddituali e finanziari possono portare ad un giudizio negativo anche in prospettiva futura: con un outlook negativo ci aspettiamo in poche parole che nei prossimi esercizi ci sarà un peggioramento se non verranno intraprese le giuste azioni correttive.

   Un andamento negativo può comportare in termini pratici anche la modifica del livello di rischio percepito e quindi della remunerazione attesa dall'investimento.

   Se l'investimento non convince pienamente in fase d'investimento, a volte sono studiati meccanismi che prevedono diversi step di tasso d'interesse: la remunerazione sarà più alta

quanto più negativo sarà l'andamento riscontrato nelle date di rilevamento periodiche; ecco che allora diventa chiara l'importanza di un adeguato sistema di monitoraggio periodico ed analisi iniziale.

Nel caso in cui la controparte debba essere valutata solo per l'affidamento di un appalto o per la costituzione di strumenti finanziari con breve scadenza, come ad esempio banche presso cui si voglia aprire un time deposit, l'analisi potrà essere più blanda, concentrandosi su diversi aspetti.
Ad esempio, della banca oggetto d'interesse per intraprendere l'apertura di investimenti nel brevissimo termine sarà opportuno conoscere la solvibilità nello stesso orizzonte considerato e l'eventuale presenza di gravi situazioni che potrebbero pregiudicarne l'affidabilità.

Se il modello fosse uno strumento in mano ad un investitore non istituzionale che vuole verificare anticipatamente i suoi possibili investimenti, il ragionamento da fare sarebbe il medesimo appena visto per gli intermediari finanziari.

L'attenzione andrebbe posta di volta in volta su alcuni indici rispetto che su altri, a parte la necessaria verifica dei tre o quattro indicatori fondamentali, in base alla tipologia di azienda analizzata e della durata dell'investimento.

Per tutti questi possibili utilizzi esaminati permane, costante e uguale per tutti, la possibilità fornita dal modello di possedere un insieme di dati che riguardano le performance dell'azienda rispetto ad un contesto più ampio di comparazione.

Volendo dare una certa valenza al punteggio complessivo rappresentate il giudizio di merito di credito dell'azienda è utile distinguere i punteggi ottenuti tra due fasce possibili:

- Rating $< 2{,}5$: in questa fascia troviamo gli investimenti più rischiosi, definiti speculativi; per questo motivo solitamente questi investimenti sono maggiormente remunerati in quanto correlati a maggior credit spread.
  Spesso gli investimenti considerati appartenenti a questa fascia soprattutto se caratterizzati da un punteggio piuttosto basso sono sconsigliati a causa dell'eccessiva rischiosità.
- Rating $\geq 2{,}5$: di questa fascia fanno parte tutti quegli investimenti ritenuti poco o per nulla rischiosi; anche all'interno di questa fascia possiamo distinguere tra diversi livelli di rischiosità che sono legati a differenti tassi d'interesse sempre minori all'aumentare del merito creditizio.

Nel prossimo capitolo verranno esaminati più nel dettaglio dei casi pratici attraverso cui sarà possibile simulare delle analisi dei risultati ed evidenziare gli elementi fondamentali, positivi o negativi, che debbono essere necessariamente considerati.

4. LA SPERIMENTAZIONE

A questo punto dell'elaborato l'attenzione si sposta su una parte imprescindibile della presentazione del modello di analisi di credito, cioè la sperimentazione effettuata sullo stesso per testarlo.

Le ripetute analisi sono state svolte in ambito lavorativo su alcune delle aziende con cui la società di gestione del risparmio, presso la quale è attualmente impiegato chi scrive, si è trovata ad avere rapporti nell'ultimo anno.

In particolare sono state analizzate tutte le società che i gestori di due fondi d'investimento mobiliari hanno deciso di proporre in quanto emittenti di strumenti finanziari di debito, bond o minibond, ritenuti possibili acquisti. Si tratta di circa una quarantina di aziende proposte nei vari comitati d'investimento nel corso dell'ultimo anno: esse sono state esaminate attentamente prima di procedere alla delibera, favorevole o meno, d'acquisto degli strumenti obbligazionari emessi dalle stesse.

In questo contesto l'analisi si è inserita sia come supporto utile al momento della valutazione preliminare dell'investimento, sia come strumento in grado di provvedere all'adeguato monitoraggio periodico, nella fattispecie annuale, della situazione delle società.

L'insieme delle aziende analizzate – alle quali sono state aggiunte anche altre società aventi rapporti con altri fondi di tipo immobiliare – è risultato essere molto eterogeneo e diversificato sia per attività svolta che per dimensione aziendale. Ciò ha permesso di ottenere una banca dati molto consistente e varia, con valori riguardanti i più disparati settori e la possibilità di stabilire soglie ottenute dalla media di quelle specifiche per ogni settore; esse sarebbero applicabili per l'analisi "generica" delle performance di una società ottenendo risultati molto validi, che poco si discostano dall'analisi specifica presentata nell'elaborato.

Tra tutte le aziende esaminate, alcune certamente non hanno convinto ad investire vista la scarsa affidabilità, ma in linea generale sono state presentate società mediamente buone.

Altro discorso va fatto per le analisi svolte con fini di monitoraggio: sebbene sia passato solo un anno ed abbiano partecipato alla fase di controllo periodico solo una decina di società presenti in portafoglio dallo scorso anno, è stato possibile notare come per alcune ci sia stato un miglioramento tra un esercizio ed il precedente, mentre altre hanno presentato peggioramenti e consolidamento di alcune caratteristiche negative.

Procediamo ora con l'esame di alcune griglie di indicatori riferite ad aziende appartenenti a quelle sopraccitate, identificate con lettere dell'alfabeto del tutto casuali per il mantenimento della riservatezza dei dati trattati.

4.1. ANALISI QUANTITATIVA: AZIENDA "A"

Il primo esempio che sarà valutato è l'azienda A: essa presenta, come sarà possibile desumere dalla tabella riportata sotto (Tab.1), valori legati all'analisi quantitativa assolutamente positivi riassunti in un giudizio complessivo, su questa parte, molto positivo.

Assieme all'analisi di questi indicatori sarà mostrata la comparazione con i risultati conseguiti nell'anno precedente per rendere ancora più chiaro e lampante il trend di miglioramento e i risultati auspicabili per tutte le società, nonché la metodologia di analisi e monitoraggio da condurre ogni volta.

Tabella 1

	INDICATORI QUANTITATIVI			2014	SOGLIE					PUNTI	PESO
					1	2	3	4	5		
INDICI DI LIQUIDITA'	CURRENT RATIO (equilibrio BT)	Attivo corrente / Passivo corrente	25.462.065 / 11.569.653	2,20	≤ 0,77	> 0,77	> 1,11	> 1,26	> 1,54	5	60%
	QUICK RATIO	Attivo corrente - rimanenze / Passivo corrente	23.899.282 / 11.569.653	2,07	≤ 0,42	> 0,42	> 0,85	> 0,99	> 1,15	5	40%
							TOTALE INDICI DI LIQUIDITA'			5	22%
INDICI FINANZIARI	EQUITY MULTIPLIER (rapp. ind.)	Totale attività / Patrimonio Netto	39.671.366 / 19.347.723	2,05	> 7,07	> 4,65	> 3,25	> 1,4	≤ 0,77	4	15%
	COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	Debiti MLT + Patr. Netto / Attivo immobilizzato	28.101.713 / 14.209.301	1,98	≤ 0,35	> 0,35	> 1,11	> 2,83	> 4,33	3	20%
	LEVERAGE	Posizione Finanziaria Netta / EBITDA	3.351.339 / 3.231.572	1,04	> 7,01	> 4,7	> 2,72	> 0,97	≤ 0,77	4	25%
	GRADO INDIP. DA TERZI	Patr. Netto / Totale Debiti	19.347.723 / 20.323.643	0,95	≤ 0,04	> 0,04	> 0,16	> 0,26	> 0,44	5	18%
	GEARING	Posizione Finanziaria Netta / Patr. Netto	3.351.339 / 19.347.723	0,17	> 2,49	> 1,39	> 0,87	> 0,03	≤ 0,03	4	22%
							TOTALE INDICI FINANZIARI			3,98	25%
INDICI DI REDDITIVITA'	ROE	Utile Netto / Patr. Netto	1.001.538 / 19.347.723	5,18%	≤ -28,96%	> -28,96%	> 2,33%	> 11,08%	> 22,17%	3	35%
	ROS	EBIT / Ricavi totali	1.509.237 / 10.943.137	13,79%	≤ -1,32%	> -1,32%	> 1,86%	> 2,64%	> 4,97%	5	20%
	ROA	EBIT / Totale attività	1.509.237 / 39.671.366	3,80%	≤ -1,98%	> -1,98%	> 2,28%	> 4,93%	> 7,56%	3	20%
	EBITDA MARGIN	EBITDA / Ricavi totali	3.231.572 / 10.943.137	29,53%	≤ 0,45%	> 0,45%	> 2,41%	> 3,39%	>6,06%	5	25%
							TOTALE INDICI DI REDDITIVITA'			3,9	28%
ALTRI INDICI RILEVANTI	ANDAMENTO VENDITE	Ricavi n - Ricavi n-1 / Ricavi n-1	334.973 / 10.608.164	3,16%	≤ -13,36%	> -13,36%	> 0,89%	> 3,6%	> 9,62%	3	25%
	EVA / RICAVI	NOPAT - C.I*WACC / Ricavi	377.966 / 10.943.137	3,45%	> -18,07%	> 18,07%	> -0,78%	> 1,59%	> 3,06%	5	25%
	COPERTURA SERV. DEBITO	EBITDA / Oneri finanziari	3.231.572 / 336.921	9,59	≤ 0,49	> 0,49	> 2,84	> 6,29	> 8,24	5	35%
	DURATA CICLO COMMERCIALE	Durata crediti + giorni copertura scorte - durata media debiti	237 - 197 -206	-166	> 104	> 76	> 50	> -11	≤ -11	5	15%
							TOTALE ALTRI INDICI			4,5	25%
							TOTALE INDICI QUANTITATIVI			4,312	

Procedendo con ordine senza badare all'importanza dei singoli indicatori, per primi troviamo quelli di liquidità: con riferimento al bilancio 2014 abbiamo dei valori di *current ratio* e *quick ratio* molto positivi, con entrambi i rapporti che presentano valori superiori al 2x.

Andando ad esaminare la tabella 2 riportata di seguito, che si riferisce al bilancio 2013, si può immediatamente comprendere come i valori legati a questi indici fossero già ampiamente buoni e nel corso di un esercizio siano addirittura migliorati portandosi appena sotto il limite dell'esagerazione in senso opposto: evitando quindi il rischio di squilibrio causato da un eccesso di attivi che si trasformeranno in entrate entro l'esercizio successivo in rapporto con i passivi che si trasformeranno in uscite nel medesimo arco temporale.

Tabella 2

	INDICATORI QUANTITATIVI			2013	SOGLIE					PUNTI	PESO
					1	2	3	4	5		
INDICI DI LIQUIDITA'	CURRENT RATIO (equilibrio BT)	Attivo corrente / Passivo corrente	15.482.896 / 11.777.037	1,31	≤ 0,77	> 0,77	> 1,11	> 1,26	> 1,54	4	60%
	QUICK RATIO	Attivo corrente - rimanenze / Passivo corrente	15.006.881 / 11.777.037	1,27	≤ 0,42	> 0,42	> 0,85	> 0,99	> 1,15	5	40%
							TOTALE INDICI DI LIQUIDITA'			4,4	22%
INDICI FINANZIARI	EQUITY MULTIPLIER (rapp. ind.)	Totale attività / Patrimonio Netto	25.387.780 / 5.976.806	4,25	> 7,07	> 4,65	> 3,25	> 1,4	≤ 0,77	3	15%
	COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	Debiti MLT + Patr. Netto / Attivo immobilizzato	13.610.743 / 9.904.884	1,37	≤ 0,35	> 0,35	> 1,11	> 2,83	> 4,33	3	20%
	LEVERAGE	Posizione Finanziaria Netta / EBITDA	5.197.338 / 2.013.603	2,58	> 7,01	> 4,7	> 2,72	> 0,97	≤ 0,77	4	25%
	GRADO INDIP. DA TERZI	Patr. Netto / Totale Debiti	5.976.806 / 19.410.974	0,31	≤ 0,04	> 0,04	> 0,16	> 0,26	> 0,44	4	18%
	GEARING	Posizione Finanziaria Netta / Patr. Netto	5.197.338 / 5.976.806	0,87	> 2,49	> 1,39	> 0,87	> 0,03	≤ 0,03	3	22%
							TOTALE INDICI FINANZIARI			3,43	25%
INDICI DI REDDITIVITA'	ROE	Utile Netto / Patr. Netto	225.344 / 5.976.806	3,77%	≤ -28,96%	> -28,96%	> 2,33%	> 11,08%	> 22,17%	3	35%
	ROS	EBIT / Ricavi totali	915.639 / 10.608.164	8,63%	≤ -1,32%	> -1,32%	> 1,86%	> 2,64%	> 4,97%	5	20%
	ROA	EBIT / Totale attività	915.639 / 25.387.780	3,61%	≤ -1,98%	> -1,98%	> 2,28%	> 4,93%	> 7,56%	3	20%
	EBITDA MARGIN	EBITDA / Ricavi totali	2.013.603 / 10.608.164	18,98%	≤ 0,45%	> 0,45%	> 2,41%	> 3,39%	>6,06%	5	25%
						TOTALE INDICI DI REDDITIVITA'				3,9	28%
ALTRI INDICI RILEVANTI	ANDAMENTO VENDITE	Ricavi $_{n}$ - Ricavi $_{n-1}$ / Ricavi $_{n-1}$	-910.878 / 11.519.042	-7,91%	≤ -13,36%	> -13,36%	> 0,89%	> 3,6%	> 9,62%	2	25%
	EVA / RICAVI	NOPAT - C.I*WACC / Ricavi	208.599 / 10.608.164	1,97%	≤ -1,68%	> -1,68%	> 0,5%	> 0,55%	> 0,69%	2	25%
	COPERTURA SERV. DEBITO	EBITDA / Oneri finanziari	2.013.603 / 392.459	5,13	≤ 0,49	> 0,49	> 2,84	> 6,29	> 8,24	3	35%
	DURATA CICLO COMMERCIALE	Durata crediti + giorni copertura scorte - durata media debiti			104	76	50	-11	≤ -11	5	15%
							TOTALE ALTRI INDICI			2,8	25%
									TOTALE INDICI QUANTITATIVI		3,6175

Ad ogni modo i valori legati a questi indici di liquidità mostrano in maniera inequivocabile la capacità dell'azienda A di far fronte ad eventuali fabbisogni nel breve termine e, lo notiamo dalla piccola differenza tra i due indicatori, la scarsa rilevanza sul totale degli attivi a breve termine dell'ammontare delle rimanenze, che, come già detto in precedenza, sono elementi leggermente più difficili da liquidare in caso di necessità.

Il miglioramento tra un bilancio d'esercizio e l'altro, oltre ad essere molto apprezzato per ragioni di semplice valore, è indicativo di una strategia di revisione del debito da parte del management assolutamente azzeccata che ha dato ottimi risultati e che rende molto fiduciosi anche in vista degli esercizi futuri.

Proseguendo l'analisi del livello d'equilibrio aziendale possiamo verificare l'*indice di copertura delle immobilizzazioni* che permette di cogliere l'equilibrio tra le poste attive e passive che si presume abbiano orizzonte temporale oltre l'esercizio successivo a quello considerato.

L'azienda A anche per questo indicatore presenta, sia per il bilancio 2013 che per quello 2014, ottimi valori con un rapporto di copertura rispettivamente di 1,37x e 1,98x. Anche in questo caso, come per l'equilibrio a breve termine, possiamo notare che il livello di matching tra le poste è assolutamente buono: in particolare la somma dei debiti a lungo termine con il patrimonio netto risulta in grado di coprire abbondantemente le esigenze di impiego nel lungo termine.

L'abbondanza di copertura è un dettaglio che può essere soggetto a miglioramento tramite, ad esempio, la conversione dell'eccessivo indebitamento nel medio/lungo temine in strumenti più adeguati alla gestione degli impegni nel breve termine così da portare sia il *current ratio* che il *rapporto di copertura delle immobilizzazioni* a valori più vicini all'unità.

La consistente patrimonializzazione che verrà messa in evidenza nelle prossime righe del testo permetterebbe di ridurre in maniera consistente l'indebitamento con orizzonte temporale oltre l'anno senza creare lacune nella struttura finanziaria e carenze di fonti di finanziamento.

Nella condizione attuale è possibile che parte dell'attivo circolante o degli attivi a breve termine di altra natura siano coperti da finanziamenti caratterizzati da scadenze completamente diverse e quindi voluti per supportare altre attività.

Proseguendo con l'analisi della società A, ci troviamo ad esaminare gli altri indici finanziari: analizzandoli simultaneamente, nel complesso possiamo comprendere la consistenza del capitale proprio ed il livello di indebitamento dell'azienda.

Con riferimento all'esercizio 2014 abbiamo i seguenti valori riguardanti gli indici finanziari (Tab.1), escluso il rapporto di copertura delle immobilizzazioni appena esaminato:

5. *Equity multiplier*: presenta un rapporto, pari a 2,05, tra totale attività e patrimonio netto da considerarsi praticamente perfetto; in questo caso il patrimonio netto riesce a

finanziare la metà degli impieghi e in caso di eventi di perdita consente una rilevante garanzia di copertura.

6. *Leverage*: è pari a 1,04 e ciò sta a significare che l'indebitamento netto (Posizione Finanziaria Netta) supera di poco l'ammontare di Ebitda conseguito nell'esercizio considerato; è un valore molto basso che mostra chiaramente lo scarso livello d'indebitamento cui la società A fa ricorso.
7. *Grado d'indipendenza da terzi*: presenta un valore di 0,95 nel rapporto tra totale passività e patrimonio netto, che sta a significare una parità quasi perfetta tra ammontare di capitale proprio e ammontare di capitale di terzi.
8. *Gearing*: anche questo indicatore presenta un ottimo valore (0,17), molto significativo per spiegare la rilevanza marginale della posizione finanziaria netta confrontata con il livello di patrimonializzazione aziendale; anche per questo rapporto il valore risultante è ritenuto esempio di ottima strutturazione delle fonti aziendali.

Considerando unitamente tutti questi indicatori, ciò che ne emerge è una valutazione assolutamente positiva sotto tutti i punti di vista. La società presenta una rilevante patrimonializzazione indicata dal fatto che il valore di patrimonio netto è quasi pari a quello delle passività e quindi solamente la metà rispetto al totale delle attività, indice della capacità di autofinanziamento societario e scarsa dipendenza dalle banche.

Altro dato a sostegno di questa affermazione è chiaramente fornito dal rapporto PFN su patrimonio netto, addirittura inferiore al 20%

Dal punto di vista della redditività delle fonti, un ottimo spunto ci viene fornito dal *leverage*, molto vicino al valore unitario, che indica senza alcun dubbio la capacità aziendale di conseguire un risultato di gestione, espresso in termini di Ebitda, di pochissimo inferiore in termini di ammontare a quello che è l'intero indebitamento netto aziendale. Questo risultato ci fa comprendere chiaramente come la società sia stata in grado di conseguire ottimi risultati in termini reddituali senza far eccessivo ricorso a indebitamento, a favore di un alto grado di reinvestimento nel corso degli anni.

Analizzando gli indicatori reddituali abbiamo un'ulteriore prova del fatto che gli investimenti che la società A ha posto in essere sono stati molto convenienti: ROA, l'indice della redditività degli attivi, infatti presenta un valore di 3,80%, decisamente più alto del costo medio del capitale di terzi che si attesta attorno all'1,70%.

Altro fattore molto indicativo si ottiene comparando l'Ebit, aggregato che rappresenta la ricchezza disponibile per far fronte agli oneri finanziari e tributari, con l'ammontare degli interessi passivi pagati nell'esercizio: il rapporto che si ottiene è di 5x circa a conferma della consistente redditività ottenuta nel corso dell'esercizio a confronto con il residuale ammontare di impegni finanziari da

fronteggiare. Un'ulteriore conferma, se dovesse essere necessaria, è fornita dall'*indice di copertura del servizio del debito,* il quale presenta un rapporto tra l'Ebitda e oneri finanziari superiore a nove volte.

Spostando totalmente l'attenzione sugli indici di redditività, oltre al ROA che abbiamo già visto attestarsi sul 3,80% in leggero miglioramento dopo il 3,6% dell'esercizio 2013, troviamo altri tre indicatori molto interessanti da analizzare guardando la tabella 1:

- *Ebitda margin*: ha una percentuale di poco inferiore al 30% (29,53%) che indica quale risultato straordinario sia riuscita a conseguire la società A con un margine operativo al lordo di ammortamenti, svalutazioni, tasse ed interessi che rappresenta quasi un terzo dell'ammontare dei ricavi delle vendite complessivi, una percentuale veramente elevatissima.
- *Return On Equity*: questo indicatore risulta attestarsi a 5,18%, valore sicuramente molto buono anche considerando il consistente ammontare di patrimonio netto al denominatore, ne consegue un parere molto positivo sulla redditività del capitale proprio che questo indice rappresenta.
- *Return On Sales*: il rapporto tra Ebit e ricavi delle vendite risulta del 13,79%; anche in questo caso un valore molto alto che conferma la consistente marginalità e nello specifico la facilità di far fronte agli impegni legati alla gestione finanziaria e tributaria.

Il punteggio 3,39 assegnato al gruppo di indici di redditività è assolutamente rappresentativo delle performance reddituali positive che hanno caratterizzato la società durante l'esercizio 2014.

Ancora più interessante è notare come rispetto all'esercizio 2013, tabella 2, i valori di redditività siano tutti aumentati pur mantenendo invariati i punteggi assegnati; anche questo trend positivo unito alla valutazione positiva e in miglioramento degli altri indicatori già esaminati conferma l'idea di outlook positivo per gli anni a venire riguardo il merito creditizio e l'affidabilità di A.

Ultimi tre indicatori da valutare sono quelli, assieme all'*indice di copertura del servizio del debito,* facenti parte del gruppo degli altri indici rilevanti:

- *Andamento delle vendite*: rispetto all'anno precedente nel 2014 si è registrata una crescita dei ricavi totali delle vendite del 3,16% in netto miglioramento rispetto allo stesso valore riportato nell'esercizio precedente che risultava addirittura negativo.
- *EVA/Ricavi*: l'indicatore che mostra la capacità aziendale di generare ricchezza registra, rapportato ai ricavi di vendita, un buonissimo 3,45% emblematico della

crescita aziendale e delle scelte oculate fatte dagli organi gestionali di A; anche questo valore è in crescita rispetto a quello registrato nell'anno precedente.

- *Durata media del ciclo commerciale*: troviamo un valore ampiamente negativo di durata di questo ciclo, -166 giorni, che conferma ancora una volta le ottime strategie proposte dal management della società nel saper trasformare in entrate i crediti commerciali solo con pochi giorni di ritardo rispetto al pagamento dei debiti con medesime caratteristiche, con una durata media di copertura delle scorte rapidissima, tanto da essere negativa.

Gli ottimi valori appena elencati hanno contribuito a raggiungere il punteggio di 4,5 che, assieme al 3,39 degli indici di redditività, al 5 degli indicatori di liquidità ed al 3,98 degli indici finanziari, ha portato ad un giudizio complessivo di merito derivante dalla parte di analisi quantitativa pari a 4,312 su 5.

Possiamo dire che questo ottimo risultato rispecchia pienamente la situazione aziendale della società A di cui sono state ripetutamente tessute le lodi nel corso dell'analisi dei risultati degli ultimi due esercizi, evidenziando a più riprese la solidità finanziaria, unita all'equilibrio delle poste attive e passive ed agli ottimi valori di rendimento che la caratterizzano.

Per quanto riguarda questa prima società non saranno esaminati in questa sede gli indicatori qualitativi considerato che non presentano particolari spunti d'analisi che saranno offerti invece dalla prossima azienda analizzata.

4.2. ANALISI QUALITATIVA: AZIENDA "B"

Nel secondo esempio d'analisi che si vuole portare troviamo una società, che chiameremo B, interessante dal punto di vista qualitativo dell'analisi.

Nella tabella riportata in seguito, tab. 3, troviamo proprio la valutazione qualitativa della società B rappresentata da sei indicatori:

- *Livello di patrimonializzazione*: in questo caso abbiamo che la società riporta un ottimo ammontare di patrimonio netto che gli consente di ottenere il punteggio massimo (+1).

  Come già accennato nel capitolo precedente è molto apprezzabile una società simile in quanto dimostra di essere migliore rispetto ai diretti concorrenti in termini di copertura garantita dai mezzi propri.

Se la società B fosse oggetto d'interesse da parte di possibili investitori sicuramente si tratterebbe di un elemento valutato molto positivamente in quanto un consistente livello di patrimonializzazione comporta una maggior capacità di finanziare impieghi e soprattutto rappresenta un'ottima riserva in caso di perdite conseguite.

Tabella 3

INDICATORI QUALITATIVI	SOGLIE					PONDERAZIONI	PUNTEGGIO
	-1	-0,5	0	0,5	1		
LIVELLO DI PATRIMONIALIZZAZIONE	< 1 Mln	< 2,5 Mln	< 4,5 Mln	< 10 Mln	> 10 Mln	25%	1
QUOTA DI MERCATO	< 9,6 Mln	< 10,3 Mln	< 11,4 Mln	< 12,1 Mln	> 12,1 Mln	20%	0
CONCENTRAZIONE GEOGRAFICA	prod. e distr. in poche regioni	prod. o distr. in poche regioni	prod. o distr. in tutta Italia	prod. e distr. in tutta Italia	prod. o distr. Internazionale	15%	1
DIVERSIFICAZIONE PORTAFOGLIO CLIENTI	> 30%	> 15%	> 8%	> 4%	< 4%	15%	0
PERFORMANCE ULTIMI ANNI	migliorati 1 o nessuno	migliorati 2 indici	migliorati 3 indici	migliorati 4 indici	migliorati 5 indici	10%	-1
DIVERSIFICAZIONE BUSINESS	gest. parz. Filiera poca offerta	gest. parz. filiera offerta media	gest. parz. filiera offerta vasta	pochi prod. Intera filiera	tanti prodotti intera filiera	15%	0,5
						TOTALE INDICI QUALITATIVI	0,375

- *Quota di mercato:* per quanto riguarda questo indicatore la società presenta un valore nella media che gli vale un punteggio nullo (0); ciò a livello pratico significa che la rilevanza dell'azienda considerata all'interno del mercato di riferimento non è da leader e nemmeno troppo scarsa.

  Ciò lascia spazio a manovre migliorative per incrementare questa quota attraverso lo sviluppo aziendale finalizzato all'aumento e consolidamento del livello delle vendite.
- *Concentrazione geografica*: per questo indicatore il punteggio assegnato è stato di +1 a dimostrazione di come la società B operi contemporaneamente sia nel mercato domestico che in quello estero.

Questo fattore è molto apprezzato sia come elemento di diversificazione sia come conferma della capacità aziendale di imporsi in diversi mercati e sviluppare l'espansione a livello internazionale.

- *Diversificazione portafoglio clienti*: è un elemento di fondamentale importanza, in cui la società consegue ancora una volta un punteggio di 0.

  La soglia >8% in cui si colloca l'azienda non rappresenta un valore troppo preoccupante però riporta la presenza di clienti verso cui la società vanta un'esposizione compresa tra l'8 e il 15 percento del totale del fatturato, che la rende fragile verso una piccola dose di rischio che questi siano insolventi portando a gravi perdite.

- *Performance ultimi anni*: il punteggio di -1 assegnato a questo indice è simbolo di un andamento piuttosto altalenante negli ultimi anni. Probabilmente esso è dovuto alla particolare tipologia di business aziendale che porta ad avere annate buone che si alternano con altre negative con un continuo "sali scendi" registrato nell'andamento di tutti gli indicatori principali.

  Il parere riferito a quest'azienda riguardo questo elemento non può che essere molto negativo in quanto una società che presenta una totale mancanza di costanza nella crescita in tutti gli indicatori non può considerarsi pienamente affidabile.

- *Diversificazione del business*: per quanto riguarda l'elemento di diversificazione dei prodotti la società presenta un valore intermedio di 0,5 che conferma la capacità di gestire interamente la filiera produttiva senza dover ricorrere molto a fornitori (potendo contare probabilmente su una rete di società controllate) e di offrire un buon numero di differenti prodotti nel suo specifico settore.

Dalla parte di analisi legata agli indici qualitativi risulta un risultato complessivo di +0,375 che premia la società B per le caratteristiche che presenta ed in questo modo va ad aumentare il giudizio relativo alla parte quantitativa per ottenere il rating complessivo.

Basandoci sulle considerazioni appena fatte elencando i risultati per ciascun indice, possiamo capire i punti di forza della società: può contare su un ottima patrimonializzazione, su una buona presenza nel territorio nazionale ed anche all'estero e su una buona diversificazione del business aziendale. L'indicatore che più deve far preoccupare chi analizza, soprattutto se a farlo è il management dell'azienda stessa, è quello riguardante l'andamento dei principali indicatori di bilancio negli ultimi anni che risulta molto negativo.

Nella media, e per questo motivo migliorabili, troviamo i valori corrispondenti agli indicatori riguardanti la quota di mercato ed il grado di concentrazione del portafoglio clienti.

4.3. ANALISI QUANTITATIVA E QUALITATIVA: AZIENDA "C"

Il terzo caso che viene presentato è quello relativo ad una società, che chiameremo C, di cui sarà svolta un'accurata analisi quantitativa, evidenziando le principali criticità che ne contraddistinguono la situazione finanziaria, monetaria e reddituale.

Tabella 4

	INDICATORI QUANTITATIVI			2014	SOGLIE					PUNTI	PESO
					1	2	3	4	5		
INDICI DI LIQUIDITA'	CURRENT RATIO (equilibrio BT)	Attivo corrente / Passivo corrente	146.637.582 / 133.375.648	1,10	≤ 0,8	> 0,8	> 1,22	> 1,37	> 1,71	2	60%
	QUICK RATIO	Attivo corrente - rimanenze / Passivo corrente	100.158.409 / 133.375.648	0,75	≤ 0,56	> 0,56	> 0,98	> 1,22	> 1,38	2	40%
							TOTALE INDICI DI LIQUIDITA'			2	22%
INDICI FINANZIARI	EQUITY MULTIPLIER (rapp. ind.)	Totale attività / Patrimonio Netto	330.801.440 / 100.335.252	3,30	> 3,51	> 3,21	> 2,58	> 1,78	≤ 1,78	2	15%
	COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	Debiti MLT + Patr. Netto / Attivo immobilizzato	197.425.792 / 184.163.858	1,07	≤ 0,74	> 0,74	> 1,25	> 1,55	> 1,74	2	20%
	LEVERAGE	Posizione Finanziaria Netta / EBITDA	151.119.753 / 17.864.500	8,46	> 7,08	> 5,02	> 0,44	> 0	≤ 0	1	25%
	GRADO INDIP. DA TERZI	Patr. Netto / Totale Debiti	100.335.252 / 230.466.188	0,44	≤ 0,19	> 0,19	> 0,44	> 0,49	> 0,78	3	18%
	GEARING	Posizione Finanziaria Netta / Patr. Netto	151.119.753 / 100.335.252	1,51	> 1,33	> 0,6	> 0,22	> 0	≤ 0	1	22%
							TOTALE INDICI FINANZIARI			1,71	25%
INDICI DI REDDITIVITA'	ROE	Utile Netto / Patr. Netto	1.446.143 / 100.335.252	1,44%	≤ -13,10%	> -13,1%	> 2,4%	> 6,17%	> 18,76%	2	35%
	ROS	EBIT / Ricavi totali	7.945.430 / 260.812.404	3,05%	≤ -4,72%	> -4,72%	> 2,97%	> 3,83%	> 7,25%	3	20%
	ROA	EBIT / Totale attività	7.945.430 / 330.801.440	2,40%	≤ -4,51%	> -4,51%	> 4,59%	> 7,19%	> 8,08%	2	20%
	EBITDA MARGIN	EBITDA / Ricavi totali	17.864.500 / 260.812.404	6,85%	≤ 1,61%	> 1,61%	> 5,4%	> 6,43%	> 10,22%	4	25%
						TOTALE INDICI DI REDDITIVITA'				2,7	28%
ALTRI INDICI RILEVANTI	ANDAMENTO VENDITE	Ricavi n - Ricavi n-1 / Ricavi n-1	24.843.061 / 235.969.343	10,53%	≤ -3,07%	> -3,07%	> 2,59%	> 7,18%	> 10,06%	5	25%
	EVA / RICAVI	NOPAT - C.I*WACC / Ricavi	2.190.670 / 260.812.404	0,84%	≤ -34,34	> -34,34%	> -0,24%	> 2,28%	> 5,18%	3	25%
	COPERTURA SERV. DEBITO	EBITDA / Oneri finanziari	17.864.500 / 6.235.537	2,86	≤ 1,05	> 1,05	> 3,07	> 3,54	> 11,57	2	35%
	DURATA CICLO COMMERCIALE	Durata crediti + giorni copertura scorte - durata media debiti	53 +73 -98	28	> 101	> 40	> 30	> -13	≤ -13	4	15%
							TOTALE ALTRI INDICI			3,3	25%
									TOTALE INDICI QUANTITATIVI		2,4485

Dalla tabella 4 possiamo notare come il punteggio complessivo sia inferiore al 2,5 stabilito come soglia per separare gli investimenti considerati affidabili (investment grade) e quelli giudicati rischiosi (speculative grade), posizionando questo nella seconda categoria.

È necessario indagare più in profondità su quali siano gli indicatori che hanno causato questo punteggio negativo e quali siano le maggiori lacune che l'azienda C presenta.

Partendo dagli indicatori che presentano i punteggi più bassi, osservando la tab.4 relativa all'esercizio 2014, troviamo:

- Gearing: per questa società caso il rapporto tra debito netto e patrimonio netto è di circa una volta e mezza e ciò prova come la società faccia ricorso a molto indebitamento soprattutto se consideriamo le cifre superiori ai cento milioni di cui stiamo parlando.
- Levarage: questo rapporto è pari a 8,46, valore decisamente troppo alto considerando anche che si tratta di una società di grandi dimensioni e in una fase di piena maturità del ciclo di vita aziendale, in cui cioè si dovrebbe riuscire a ridurre la consistenza dell'indebitamento soprattutto se non adeguatamente redditizio.
  L'Ebitda generato in questo caso è più di otto volte inferiore all'ammontare di debito che la società ha contratto e ciò fa pensare ad indebitamento molto elevato e non destinato ai giusti investimenti visto lo scarso rendimento
- ROA: questo indicatore fornisce la conferma lampante della scarsa capacità di investimento delle fonti disponibili in azienda già che gli attivi rendono solo per il 2,40%, percentuale molto bassa se paragonata ai principali comparables.

Un'ulteriore considerazione che dovrebbe far riflettere in questo senso è l'ammontare di oneri finanziari dovuti ai rilevanti investimenti fatti, 6,2 milioni di euro circa, confrontato con l'Ebit generato nell'esercizio in corso pari a soli 7,94 milioni di euro: la marginalità risulta chiaramente troppo ridotta.

- ROE: ad ulteriore conferma della scarsa redditività dell'attività d'impresa durante l'esercizio abbiamo un rendimento dell'equity di solo l'1,44%, certamente molto inferiore rispetto alla maggior parte delle altre aziende concorrenti della società C.
- Copertura servizio del debito: anche questo rapporto permette di capire come i flussi generati, in questo caso l'Ebitda, siano appena sufficienti per far fronte a tutti gli oneri finanziari e tributari, nonché agli ammortamenti e alle svalutazioni; dopo aver fronteggiato questi impegni il reddito netto rimanente è veramente residuale, circa lo 0,55% se rapportato ai ricavi delle vendite conseguiti nell'esercizio considerato.

- Equity multiplier: il rapporto tra il totale delle attività e l'ammontare di capitale proprio si attesta a 3,3x; valore non esagerato ma ben più alto della maggior parte dei concorrenti e rilevante se si considerano le cifre nell'ordine delle centinaia di milioni di euro. Stiamo infatti parlando di una differenza tra attivi e patrimonio netto, uguale all'ammontare delle passività, di 230 milioni circa rispetto ad un patrimonio di 100 milioni, non pochi spiccioli insomma a conferma della necessità di rivedere la struttura delle fonti riducendo il capitale di debito a favore di maggior capitale proprio.

Per quanto riguarda la redditività, la solidità finanziaria e la patrimonializzazione possiamo dunque convenire che la società lascia a desiderare sotto molti aspetti e vi è la necessità di una profonda azione correttiva da parte del management.

Prima di esprimere una valutazione generale dell'impresa è necessario spendere due parole sui valori riguardanti gli indici di equilibrio nel breve e nel medio/lungo termine: per quanto riguarda il *current ratio* e l'*indice di copertura delle immobilizzazioni,* essi presentano valori che singolarmente presi sono da definire molto buoni poiché superano di poco l'unità; considerati però nel contesto di comparazione con il gruppo di aziende concorrenti, tipico dell'analisi svolta mediante il modello proposto, risultano leggermente scarsi.

Il *quick ratio* invece merita un discorso separato in quanto il punteggio assegnato, 2, è molto rappresentativo della situazione effettiva di liquidità disponibile per la società.
Scendendo maggiormente nel dettaglio possiamo notare come la sottrazione delle rimanenze al totale degli attivi correnti provochi un deciso "sgonfiamento" di quel livello di copertura che potevamo apprezzare sul current ratio: quasi 50 milioni su 150 di attività che si trasformeranno in incassi entro l'esercizio successivo sono rappresentati da scorte che, nonostante in alcuni settori questa caratteristica sia mitigata per la loro tipologia, sono molte volte difficilmente liquidabili nel brevissimo termine.

A compensare queste mancanze possiamo rilevare alcuni indicatori che presentano valori molto positivi:

- Andamento delle vendite: nell'esercizio si è registrata una crescita dei ricavi di poco superiore al 10%, cifra assolutamente notevole anche considerando un aumento di 25 milioni di euro circa; questo dato prova la qualità del prodotto e le capacità imprenditoriali della società d'investimento nello sviluppo del core business.
- EVA/Ricavi: anche la ricchezza generata in termini di Eva è leggermente positiva e ciò conferma la capacità dell'impresa di creare risorse; anche rispetto al resto del settore questo valore è confortante.

- Ebitda margin: si tratta di un valore di poco inferiore al 7%, non elevatissimo ma che permette di posizionarsi sopra la mediana dei valori riguardanti le aziende comparables.

L'esame di questi tre indicatori si riflette in maniera marcata sull'analisi qualitativa, tab. 5, in cui si possono apprezzare gli ottimi valori riguardanti la diversificazione del business, la presenza sul territorio (forte anche all'estero) e la frammentazione del portafoglio clienti, nonché la buona patrimonializzazione in confronto alle aziende concorrenti.

Tabella 5

INDICATORI QUALITATIVI	SOGLIE					PONDERAZIONI	PUNTEGGIO
	-1	-0,5	0	0,5	1		
LIVELLO DI PATRIMONIALIZZAZIONE	< 22 Mln	< 54 Mln	< 90 Mln	< 200 Mln	> 200 Mln	25%	0,5
QUOTA DI MERCATO	< 95 Mln	< 135 Mln	< 332 Mln	< 395 Mln	> 395 Mln	20%	0,0
CONCENTRAZIONE GEOGRAFICA	prod. e distr. in poche regioni	prod. o distr. in poche regioni	prod. o distr. in tutta Italia	prod. e distr. in tutta Italia	prod. o distr. Internazionale	15%	1,0
DIVERSIFICAZIONE PORTAFOGLIO CLIENTI	> 30%	> 15%	> 8%	> 4%	< 4%	15%	1,0
PERFORMANCE ULTIMI ANNI	migliorati 1 o nessuno	migliorati 2 indici	migliorati 3 indici	migliorati 4 indici	migliorati 5 indici	10%	0
DIVERSIFICAZIONE BUSINESS	gest. parz. Filiera poca offerta	gest. parz. filiera offerta media	gest. parz. filiera offerta vasta	pochi prod. Intera filiera	tanti prodotti intera filiera	15%	1,0
					TOTALE INDICI QUALITATIVI		0,575

Anche i valori riguardanti la quota di mercato e le performance registrate negli ultimi 5-6 esercizi, tutto sommato, non sono negativi.

Questa analisi, a seguito della somma tra i giudizi relativi alle due parti, porta ad un rating complessivo di 3,023: abbiamo perciò una parte qualitativa molto buona unita ad una quantitativa nel complesso deludente.

Una possibile spiegazione di tale situazione è l'ottima capacità produttiva, pubblicitaria e imprenditoriale su cui può contare la società, contrapposta con una mancanza abbastanza forte di competenti ed esperti punti di riferimento all'interno della cerchia di persone che va a formare gli organi gestionali.

Nella società, caratterizzata da una conduzione quasi totalmente familiare, potrebbe essere molto utile affidare ad un manager di comprovata esperienza il compito di rivedere le principali strategie di

sviluppo e linee d'azione correttive, così da consentire l'eliminazione delle carenze rilevate nella prima parte d'analisi.

4.4. ANALISI QUANTITATIVA: AZIENDA "D"

La quarta azienda presentata, che chiameremo D, offre numerosi spunti per quanto riguarda l'analisi quantitativa: essa mostra una votazione di questa parte positiva ma caratterizzata da indici molto positivi contrapposti ad altri che fanno emergere notevoli carenze se confrontati con le aziende di riferimento.

Possiamo notare facilmente come la società esaminata presenti degli ottimi indicatori di liquidità e di equilibrio nel medio e lungo termine, tabella 6.

Infatti il *current ratio (1,22), il quick ratio (1,02) e l'indice di copertura delle immobilizzazioni (1,16)* presentano valori potremmo dire ideali in quanto compresi nella fascia ideale tra 1 e 1,5. Inoltre gli stessi inseriti nel contesto di paragone con l'insieme di comparables risultano essere molto buoni e valgono l'assegnazione rispettivamente dei punteggi 3, 4 e 3.

Proseguendo con l'analisi degli indicatori troviamo il gruppo di indicatori di redditività che presenta *ROE, ROS, ROA* ed *Ebitda Margin* tutti molto positivi (rispettivamente 6,07%, 4,10%, 3,22% e 7,52%) e per questo premiati con 4 punti ciascuno, ben superiori alla mediana ricavata dall'indagine statistica svolta sul campione di aziende concorrenti per ciascuno di questi.

Esaminando gli altri indicatori rilevanti notiamo come la tipologia di business svolto dall'azienda permette di avere una *durata del ciclo commerciale* addirittura negativa premiata con un ottimo 4; a questo aggiungiamo la spiccata capacità aziendale di sviluppo con un *andamento delle vendite* positivo per il 10,21% e di creazione di nuova ricchezza confermata dall'*Eva/Ricavi* pari al 3,21%, a cui corrispondono in entrambi i casi 5 punti.

Nota stonata tra questi indici assolutamente positivi risulta essere l'indice che rappresenta il *grado di copertura del servizio del debito*: la società D infatti presenta un rapporto tra Ebitda e oneri finanziari di 2,82x.

Questo valore è appena sufficiente a coprire tutti gli oneri cui la società dovrà far fronte per quanto riguarda la gestione non caratteristica; in più notiamo che il punteggio assegnato, 2, indica senza alcun dubbio come i principali concorrenti della società presentino valori ben più alti per il medesimo indicatore.

Tabella 6

	INDICATORI QUANTITATIVI			2014	SOGLIE					PUNTI	PESO
					1	2	3	4	5		
INDICI DI LIQUIDITA'	CURRENT RATIO (equilibrio BT)	Attivo corrente / Passivo corrente	70.875.739 / 57.873.592	1,22	≤ 0,58	> 0,58	> 1,06	> 1,33	> 2,06	3	60%
	QUICK RATIO	Attivo corrente - rimanenze / Passivo corrente	59.195.349 / 57.873.592	1,02	≤ 0,32	> 0,32	> 0,68	> 0,88	> 1,41	4	40%
							TOTALE INDICI DI LIQUIDITA'			3,4	22%
INDICI FINANZIARI	EQUITY MULTIPLIER (rapp. ind.)	Totale attività / Patrimonio Netto	154.757.511 / 62.499.959	2,48	> 4,04	> 2,56	> 1,83	> 1,18	≤ 1,18	3	15%
	COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	Debiti MLT + Patr. Netto / Attivo immobilizzato	96.883.919 / 83.881.772	1,16	≤ 0,3	> 0,3	> 0,95	> 1,29	> 1,89	3	20%
	LEVERAGE	Posizione Finanziaria Netta / EBITDA	39.616.631 / 9.159.838	4,33	> 5,49	> 2,55	> 1,06	> 0,26	≤ 0,26	2	25%
	GRADO INDIP. DA TERZI	Patr. Netto / Totale Debiti	62.499.959 / 92.257.552	0,68	≤ 0,03	> 0,03	> 0,38	> 0,72	> 1,41	3	18%
	GEARING	Posizione Finanziaria Netta / Patr. Netto	39.616.631 / 62.499.959	0,63	> 0,81	> 0,45	> 0,16	> 0,05	≤ 0,05	2	22%
							TOTALE INDICI FINANZIARI			2,53	25%
INDICI DI REDDITIVITA'	ROE	Utile Netto / Patr. Netto	3.792.236 / 62.499.959	6,07%	≤ -51,22%	> -51,22%	> -1,39%	> 3,04%	> 7,49%	4	35%
	ROS	EBIT / Ricavi totali	4.988.223 / 121.777.620	4,10%	≤ -10,58%	> -10,58%	> 0,09%	> 2,19%	> 6,15%	4	20%
	ROA	EBIT / Totale attività	4.988.223 / 154.757.511	3,22%	≤ -15,46%	> -15,46%	> 0,15%	> 2,4%	> 4,87%	4	20%
	EBITDA MARGIN	EBITDA / Ricavi totali	9.159.838 / 121.777.620	7,52%	≤ -6,47%	> -6,47%	> 3,29%	> 5,55%	> 13,52%	4	25%
							TOTALE INDICI DI REDDITIVITA'			4	28%
ALTRI INDICI RILEVANTI	ANDAMENTO VENDITE	Ricavi n - Ricavi n-1 / Ricavi n-1	11.280.218 / 110.497.402	10,21%	≤ -42,43%	> -42,43%	> -8,34%	> 0,12%	> 4,16%	5	25%
	EVA / RICAVI	NOPAT - C.I*WACC / Ricavi	3.904.119 / 121.777.620	3,21%	≤ 18,24%	> -18,24%	> 0,019%	> 1,17%	> 2,77%	5	25%
	COPERTURA SERV. DEBITO	EBITDA / Oneri finanziari	9.159.838 / 3.251.063	2,82	≤ 0,52	> 0,52	> 3,24	> 8,86	> 24,03	2	35%
	DURATA CICLO COMMERCIALE	Durata crediti + giorni copertura scorte - durata media debiti	54 + 54 -137	-29	> 185	> 115	> 55	> -40	≤ -40	4	15%
							TOTALE ALTRI INDICI			3,8	25%
									TOTALE INDICI QUANTITATIVI		3,4505

Figura 1

a imprese collegate			
a imprese controllanti			
altri	0	2.760.139	3.251.063
Totale interessi ed altri oneri finanziari	*0*	*(2.760.139)*	*(3.251.063)*
17-bis) utili e perdite su cambi	*0*	*(2.004)*	*(420)*
Totale Proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + -17-bis)	**0**	**(2.215.481)**	**(2.272.488)**
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie			
18) Rivalutazioni:			
a) di partecipazioni;		2.659.883	6.772.828
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;			
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;			
Totale rivalutazioni:	*0*	*2.659.883*	*6.772.828*
19) (Svalutazioni):			
a) di partecipazioni;		986.112	4.124.881
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;			
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;			
Totale svalutazioni	*0*	*986.112*	*4.124.881*
Totale delle rettifiche di valore di attività finanziarie (18 - 19)	**0**	**1.673.771**	**2.647.947**
E) Proventi e (oneri) straordinari			
20) Proventi			
plusvalenze da alienazione i cui ricavi non sono iscrivibili al n5	0	0	0
differenza da arrotondamento dall'unità di euro		0	0
altri		228.908	379.296
Totale proventi	*0*	*228.908*	*379.296*
21) Oneri			
minusvalenze da alienazioni i cui effetti contabili non sono iscrivibili al n 14		0	0
imposte relative ad esercizi precedenti			
differenza da arrotondamento dall'unità di euro		0	0
altri		295.950	322.520
Totale oneri	*0*	*295.950*	*322.520*
Totale delle partite straordinarie (20-21)	**0**	**(67.042)**	**56.776**
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A - B + -C + -D + -E)	**0**	**5.516.158**	**5.420.458**
22) imposte sul reddito dell'esercizio			
imposte correnti	0	**1.597.414**	**1.622.772**
imposte differite		(5.450)	(5.450)
imposte anticipate	0	**0**	**0**
proventi (oneri) da adesione al regime di consolidamento fiscale/trasparenza fiscale			
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio	**0**	**1.602.864**	**1.628.222**
23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	**0**	**3.913.294**	**3.792.236**

Volendo approfondire ulteriormente l'analisi notiamo come l'Ebit sia superiore all'ammontare degli interessi finanziari passivi di soli 1,7 milioni di euro, somma con il quale poi la società deve far fronte al pagamento delle imposte.

Nella pagina precedente è stato riportata una sezione del conto economico della società D che riporta i valori di alcune poste contabili di nostro interesse; quelli riguardanti l'esercizio 2013 sono riportati nella colonna sinistra mentre quelli riguardanti il 2014, che noi stiamo considerando, sono rilevati su quella destra.

Come prima cosa notiamo che alla voce interessi ed altri oneri finanziari è aumentato rispetto all'anno precedente il costo del debito di circa mezzo milione di euro a fronte di un utile che ad esempio è diminuito.

In secondo luogo possiamo notare come 1,6 milioni di euro di tasse da pagare a fronte di un EBT (Earning Before Tax) di 1,7 milioni circa siano proibitivi e non permettano di raggiungere l'utile di oltre 3 milioni conseguito nell'esercizio.

La spiegazione è piuttosto semplice e permette di motivare il risultato d'esercizio e dargli il giusto valore: come possiamo notare dalla figura 1 abbiamo notevoli entrate che non dipendono dalla gestione caratteristica.

In particolare possiamo rilevare proventi finanziari per 1 milione circa (non appaiono nella tabella ma è sufficiente sottrarre l'ammontare degli oneri al totale degli oneri e proventi finanziari), il totale delle rettifiche di valore di attività finanziarie (che risulta positivo per oltre 2,6 milioni) ed il totale delle partite straordinarie (anch'esso positivo, per circa 55000 euro).

Queste entrate derivanti dalla gestione non caratteristica consentono di aumentare l'ammontare degli incassi e, dopo aver adempiuto a tutti gli oneri, di avere un certo utile d'esercizio: esso in questo caso non dipende molto dall'andamento del core business quanto piuttosto dalle entrate legate alla gestione non caratteristica.

Il bilancio naturalmente è a norma di legge e veritiero, però questo aspetto rilevato dal conto economico dovrebbe far riflettere il management circa la capacità aziendale di generare reddito attraverso lo svolgimento dell'attività tipica e portare ad un miglioramento delle strategie di sviluppo, nel caso in cui si riscontrassero lacune evidenti.

Per completare l'analisi dei principali indicatori riguardanti la società D, esaminiamo gli indici finanziari, tranne l'indice di copertura delle immobilizzazioni già esaminato:

- *Equity multiplier*: è pari a 2,48 che rappresenta un rapporto mediamente buono tra attività totali e capitale proprio; esso sta ad indicare che poco meno della metà degli investimenti effettuati dalla società sono finanziati tramite patrimonio netto, una quota considerevole.

  Questo valore inserito nel contesto di paragone con il resto del campione di società concorrenti risulta comunque nella media e corrisponde ad un punteggio assegnato di 3.

- *Grado d'indipendenza da terzi*: un'ulteriore conferma del buon livello di patrimonializzazione aziendale ci viene fornita dal rapporto tra capitale proprio e capitale di debito che si attesta sul 66% circa (0,66x nella dicitura non percentuale utilizzata nel modello per questo indice).

  Pur essendo un valore alto generalmente, nel settore d'appartenenza non risulta molto lontano dalla mediana delle osservazioni ed è correlato con un punteggio

di 3; ciò chiarisce come questi valori molto positivi non spicchino se comparati con quelli delle società concorrenti.

È evidente come gli altri comaprables riescano ad avere redditività pari o leggermente superiore a D senza la necessità di ricorrere ad indebitamento esagerato.

A conferma di questa tesi vanno i risultati relativi agli altri due indicatori finanziari che, pur presentando valori generalmente molto positivi, risultano associati a valori bassi di punteggio a causa della miglior performance delle aziende comparables.

Risulta evidente che, posta una generalizzata performance o un certo livello medio di indebitamento rilevati su scala settoriale e dovuti probabilmente alla particolare attività svolta, qualora per la società esaminata non venissero rilevati i medesimi valori, essa sarebbe automaticamente considerata come una società peggiore.

Questo giudizio non può cambiare nemmeno se si pensa che determinati risultati sarebbero ottimi se confrontati con società appartenenti ad altri settori: le diverse tipologie di attività svolta portano infatti a richiedere diverse strutture finanziarie e ad essere caratterizzate da livelli di redditività molto diversi tra loro.

Continuando l'analisi degli indicatori abbiamo:

- *Leverage*: il rapporto tra indebitamento netto (posizione finanziaria netta) ed Ebitda si attesta sulle 4,3 volte, mediamente non un valore troppo alto se lo confrontiamo ad esempio con quello rilevato per la società C e nemmeno eccelso se paragonato all'1,04 della società A.

  In questo caso specifico, però, a livello settoriale la maggior parte delle società presentano valori legati a questo indicatore più bassi e quindi alla società D viene assegnato un punteggio pari a 2.

- *Gearing*: è pari a 0,63; il valore anche in questo caso è giudicato generalmente buono se confrontato con i valori rilevati in altri casi, però appare leggermente alto se confrontato con i valori emersi dall'indagine sul campione di aziende appartenenti al medesimo settore e caratterizzate da medesima dimensione.

L'analisi dell'insieme di indicatori quantitativi riguardanti la società D ci consente di capire la differenza, spesso rilevante, riscontrabile tra i valori estratti da un determinato campione di società e quelli che derivato da un altro campione differente per tipologia di attività svolta o per dimensione aziendale.

Questo ragionamento conferma la bontà dell'analisi svolta tramite questo modello, che grazie alla sua caratteristica flessibilità permette di cogliere gli elementi tipici che vanno ad influire nel bilancio

eliminando la componente oggettiva e statica che spesso non consente di avere un'idea ben definita e coerente delle performance aziendali.

4.5. ANALISI QUALITATIVA: AZIENDA "E"

Per avere un diverso punto d'osservazione sulla parte qualitativa dell'analisi proposta nel presente elaborato si propone l'analisi della società E, che mostra indicatori in grado di offrire numerosi spunti di critica.

Tabella 7

INDICATORI QUALITATIVI	SOGLIE					PONDERAZIONI	PUNTEGGIO
	-1	-0,5	0	0,5	1		
LIVELLO DI PATRIMONIALIZZAZIONE	< 2,5 Mln	< 5 Mln	< 8 Mln	< 15 Mln	> 15 Mln	25%	-1,0
QUOTA DI MERCATO	< 12 Mln	< 17 Mln	< 24 Mln	< 36 Mln	> 36 Mln	20%	-0,5
CONCENTRAZIONE GEOGRAFICA	prod. e distr. in poche regioni	prod. o distr. in poche regioni	prod. o distr. in tutta Italia	prod. e distr. in tutta Italia	prod. o distr. Internazionale	15%	1,0
DIVERSIFICAZIONE PORTAFOGLIO CLIENTI	> 30%	> 15%	> 8%	> 4%	< 4%	15%	0,0
PERFORMANCE ULTIMI ANNI	migliorati 1 o nessuno	migliorati 2 indici	migliorati 3 indici	migliorati 4 indici	migliorati 5 indici	10%	-1,0
DIVERSIFICAZIONE BUSINESS	gest. parz. Filiera poca offerta	gest. parz. filiera offerta media	gest. parz. filiera offerta vasta	pochi prod. Intera filiera	tanti prodotti intera filiera	15%	1,0
					TOTALE INDICI QUALITATIVI		-0,15

Osservando la tabella 7 possiamo subito individuare due indicatori che presentano valori molto positivi contrapposti ad altri due che invece sono caratterizzati da punteggi molto bassi; a questi si aggiungono altri due indici che riportano valori considerati più o meno nella media.

Tra le caratteristiche positive possiamo osservare come la società risulti molto presente su tutto il mercato domestico, nonché su quello estero e come, anche potendo contare su una rete di società controllate, riesca ad offrire una vasta gamma di prodotti diversi e di provvedere in tutto alla fase di produzione potendo contare su fornitori e distributori interni al perimetro di consolidamento.

Per quanto riguarda la diversificazione del portafoglio clienti troviamo un punteggio neutro (0) che indica come la società conti uno o più clienti che rappresentano un'esposizione, in termini percentuali sul fatturato, compresa tra l'8% e il 15%.

Tale quota non è assolutamente preoccupante però è possibile migliorarla ulteriormente per eliminare il fattore di rischio legato alla possibile insolvenza delle società che rappresentano la fonte delle entrate per l'azienda.

Proseguendo l'analisi verso gli indicatori cui è stato assegnato un punteggio negativo troviamo l'indicatore riguardante la quota di mercato, che ha penalizzato il giudizio finale con un punteggio di -0,5, indicativo del fatto che la società non ha saputo imporsi con decisione nel mercato rispetto alle aziende concorrenti.

Note dolenti di quest'analisi qualitativa risultano essere due indicatori molto rilevanti riguardanti la società E:

- Livello di patrimonializzazione: paragonando l'ammontare di capitale proprio detenuto dalla società E con i valori relativi alle principali società concorrenti, possiamo constatare che esso risulta molto inferiore rispetto al valore medio.

  La conseguenza è quella dell'assegnazione di un punteggio di -1, a conferma della bassa patrimonializzazione rispetto al mercato, percepita dagli analisti esterni come un chiaro sintomo di scarsa affidabilità e di mancanza di copertura patrimoniale per fronteggiare adeguatamente eventuali perdite.
- Performance degli ultimi anni: anche per questo indice il punteggio assegnato è -1, segno inequivocabile di una forte carenza nella costanza delle performance registrate negli ultimi 5-6 anni.

  Il fatto che nessuno o solamente un indicatore abbia avuto un trend crescente negli ultimi anni porta a pensare immediatamente ad una società poco affidabile che non riesce ad avere un minimo di stabilità nelle performance registrate forse anche a causa della tipologia di lavoro svolto, si pensi a società che lavorano su commesse pluriennali.

  La necessità deve essere quella, da parte del management, di fare il possibile per programmare un'adeguata strategia di sviluppo e mantenimento del livello di lavoro, che permetta di avere una certa stabilità nei quantitativi di commesse e fatturato annuali; può aiutare anche l'utilizzo di particolari strumenti finanziari concordati con le banche che consentano di avere liquidità, con anticipi fatture ecc., nei momenti di maggior bisogno.

Il punteggio che risulta dall'indagine qualitativa è di -0,15 a conferma del fatto che la società presenta rilevanti carenze, localizzate proprio negli indicatori ritenuti più importanti come il grado di patrimonializzazione societaria, l'andamento delle performance negli ultimi esercizi e la quota di mercato.

La percezione della situazione societaria da un punto di vista esterno, sotto questi aspetti, risulta negativa ed è giusto che il modello di analisi del merito di credito ne tenga conto penalizzandola nel computo del giudizio di merito creditizio complessivo.

4.6. ANALISI QUANTITATIVA: AZIENDA "F"

La sesta ed ultima società presentata in questo capitolo relativo alla parte sperimentale, cioè di test del modello su varie aziende, è considerata come esempio negativo: questo perché l'azienda, che definiremo F, presenta punteggi molto bassi per la quasi totalità degli indicatori considerati.

In ottica di comprensione del comportamento da non tenere da parte delle società, analizzeremo i valori risultanti dagli indicatori quantitativi relativi alla società F e legati all'esercizio 2014.

Osservando la tabella 8, troviamo:

- *Current ratio*: l'equilibrio delle poste di stato patrimoniale nel breve termine non è rispettato assolutamente già che gli attivi correnti coprono i passivi della medesima tipologia solamente per il 55%, rapporto pari a 0,55.

  La conseguenza più naturale è un'assenza rilevante di matching tra le poste con la stessa scadenza, che obbliga a finanziare impieghi nel lungo termine con passività che dovrebbero fungere da fonti nel breve.

  La mancanza di equilibrio finanziario è confermato dal punteggio assegnato, 2, che conferma il valore inferiore alla maggior parte di quelli relativi alle aziende appartenenti al medesimo settore.
- *Quick ratio*: anche questo rapporto è pari a 0,55; questo valore è molto scarso e come il p recedente indice è correlato ad un punteggio di 2.

  Altra cosa interessante da notare è il fatto che i due rapporti appena esaminati sono identici e ciò sta a significare che la società non detiene scorte di magazzino, notizia positiva che per lo meno esclude la presenza di attivi difficilmente liquidabili nel brevissimo termine.

Tabella 8

	INDICATORI QUANTITATIVI			2014	SOGLIE					PUNTI	PESO
					1	2	3	4	5		
INDICI DI LIQUIDITA'	CURRENT RATIO (equilibrio BT)	Attivo corrente / Passivo corrente	53.281.919 / 96.126.610	0,55	≤ 0,4	> 0,4	> 0,95	> 1,11	> 1,13	2	60%
	QUICK RATIO	Attivo corrente - rimanenze / Passivo corrente	53.060.992 / 96.126.610	0,55	≤ 0,4	> 0,4	> 0,7	> 0,81	> 0,99	2	40%
							TOTALE INDICI DI LIQUIDITA'			2	22%
INDICI FINANZIARI	EQUITY MULTIPLIER (rapp. ind.)	Totale attività / Patrimonio Netto	132.172.778 / 34.605.657	3,82	> 4,97	> 4,19	> 3,47	> 2,66	≤ 2,66	3	15%
	COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	Debiti MLT + Patr. Netto / Attivo immobilizzato	36.046.168 / 78.890.859	0,46	≤ 0,38	> 0,38	> 0,79	> 1,13	> 1,49	2	20%
	LEVERAGE	Posizione Finanziaria Netta / EBITDA	20.720.961 / -16.397.286	-1,26	> 8,56	> 6,33	> 3,2	> 0,29	≤ 0,29	1	25%
	GRADO INDIP. DA TERZI	Patr. Netto / Totale Debiti	34.605.657 / 97.567.121	0,35	≤ 0,15	> 0,15	> 0,21	> 0,33	> 0,44	4	18%
	GEARING	Posizione Finanziaria Netta / Patr. Netto	20.720.961 / 34.605.657	0,60	> 1,72	> 1,15	> 0,76	> 0,41	≤ 0,41	4	22%
							TOTALE INDICI FINANZIARI			2,7	25%
INDICI DI REDDITIVITA'	ROE	Utile Netto / Patr. Netto	-53.215.035 / 34.605.657	-153,78%	≤ -25,74%	> -25,74%	> -8,8%	> 3,52%	> 11,11%	1	35%
	ROS	EBIT / Ricavi totali	-42.229.347 / 141.997.977	-29,74%	≤ -28,70%	> -28,7%	> -2,97%	> 0,8%	> 1,7%	1	20%
	ROA	EBIT / Totale attività	-42.229.347 / 132.172.778	-31,95%	≤ -53,41%	> -53,41%	> -5,49%	> 1,28%	> 3,7%	2	20%
	EBITDA MARGIN	EBITDA / Ricavi totali	-16.397.286 / 141.997.977	-11,55%	≤ -13,04%	> -13,04%	> -1,82%	> 2,11%	> 3,25%	2	25%
							TOTALE INDICI DI REDDITIVITA'			1,45	28%
ALTRI INDICI RILEVANTI	ANDAMENTO VENDITE	Ricavi n - Ricavi n-1 / Ricavi n-1	-94.277.635 / 236.275.612	-39,90%	≤ -39,90%	> -39,99%	> 5,41%	> 0%	> 6,76%	1	25%
	EVA / RICAVI	NOPAT - C.I*WACC / Ricavi	-4.287 / 141.997.977	-0,003%	≤ -18,11%	> -18,11%	> -0,72%	> 1,58%	> 3,06%	3	25%
	COPERTURA SERV. DEBITO	EBITDA / Oneri finanziari	-16.397.286 / 1.501.020	-10,92	≤ 2,57	> 2,57	> 2,65	> 5,4	> 8,23	1	35%
	DURATA CICLO COMMERCIALE	Durata crediti + giorni copertura scorte - durata media debiti	36 + 0 - 114	-78	> 74	> 43	> 2	> -161	≤ -161	4	15%
							TOTALE ALTRI INDICI			1,95	25%
									TOTALE INDICI QUANTITATIVI		2,0085

- *Copertura delle immobilizzazioni*: proseguendo l'analisi degli indicatori finanziari, ed in particolare di quelli che possono spiegare il grado di equilibrio delle poste di stato patrimoniale, troviamo l'indice che mette in rapporto le passività a lungo termine sommate al patrimonio netto con gli attivi a lungo termine.

  Questo valore è pari a 0,46: com'era prevedibile nemmeno nel lungo termine è presente un buon equilibrio in quanto come già affermato in precedenza alcune fonti contraddistinte da scadenze nel breve termine dovranno coprire la mancanza degli

adeguati finanziamenti con orizzonte temporale oltre l'esercizio successivo; anche in questo caso all'indice è assegnato un punteggio di 2.

Gli altri indicatori che presentano i peggiori valori sono quelli legati all'aspetto reddituale della società, che ha conseguito risultati assolutamente disastrosi in termini di redditività e crescita.

- *Leverage*: sebbene non sia un indicatore di redditività è emblematico della bassissima, addirittura negativa, marginalità che contraddistingue l'azienda nell'esercizio considerato.

  L'indicatore risulta negativo non per colpa di una scarsa patrimonializzazione o di un elevato indebitamento, al contrario il *gearing, l'equity multiplier e il grado d'indipendenza da terzi* confermano un'ottima solidità patrimoniale, quanto piuttosto per la palese incapacità aziendale di generare incassi positivi relevati a conto economico.

  L'Ebitda risulta negativo per diversi milioni e quindi l'indebitamento netto, anche se non eccessivamente elevato, è percepito come enorme in confronto: è la prova lampante della scarsa efficacia degli investimenti e soprattutto del ricorso al debito, pur non troppo esagerato.

  L'indice presenta un valore di -1,26 che, proprio per il fatto che ad essere negativo è l'Ebitda e non la posizione finanziaria netta, va considerato come valore molto alto e quindi corrisponde ad un punteggio di 1.

- *ROE*: l'indice di rendimento del capitale proprio risulta pari a -153%, un risultato disastroso che indica come la redditività aziendale sia azzerata e anzi come siano state registrate forti perdite.

  Il risultato d'esercizio è negativo per diversi milioni (più di 50) ed appare chiaro come tale risultato debba essere causato dalla presenza di elevati costi e dalla scarsa capacità produttiva e di pianificare un certo sviluppo.

  A questo indicatore, molto rilevante all'interno di qualsiasi modello d'analisi, non poteva che essere assegnato un punteggio pari a 1 che rispecchiasse la totale inaffidabilità ed incapacità di assicurare incassi futuri da parte della società F.

- *Andamento vendite*: ad ulteriore conferma dell'incapacità di pianificare una determinata strategia di sviluppo che porti ad una certa crescita del fatturato, abbiamo proprio l'indicazione di un calo di quasi il 40% nei ricavi derivanti dalle vendite; anche per questo indice la società si è meritata un solo punto.

  Se pensiamo ad un così drastico calo delle vendite, unito ad una perdita che corrisponde a più di un terzo del fatturato d'esercizio, è chiaro come la situazione

aziendale soprattutto dal punto di vista reddituale sia assolutamente da non sottovalutare; ogni investimento in strumenti emessi da questa società, per i motivi già visti e quelli che verranno elencati in seguito, è ovviamente sconsigliato.

- *Copertura del servizio del debito*: per lo stesso motivo che ha causato un leverage negativo, troviamo che anche la capacità di far fronte agli oneri passivi è nulla data l'assenza di flussi positivi in entrata per la gestione operativa.

  Questa situazione è ulteriormente peggiorata quando, per far fronte agli oneri delle gestioni non caratteristiche, la perdita rappresentata dall'Ebitda negativo assumerà proporzioni nettamente maggiori.

- *ROS e Ebitda margin*: per entrambi questi indicatori vale la medesima considerazione circa il fatto che presentano valori percentuali bassissimi, addirittura negativi, assolutamente non adeguati al pagamento degli oneri derivanti dalle diverse gestioni in cui l'attività aziendale è suddivisa.

  Entrambi gli indicatori hanno portato all'assegnazione di un punteggio pari a 1 che ha ulteriormente penalizzato il giudizio di merito complessivo.

- *ROA*: questo indicatore è molto indicativo della cattiva gestione degli investimenti; basti pensare che a fronte di un investimento di complessivi 132 milioni di euro il risultato operativo espresso in termini di Ebit è risultato essere di -42 milioni.

  Proprio la revisione e la selezione degli investimenti potrebbe essere un buon punto di partenza per tentare di recuperare un minimo di redditività ed evitare il fallimento societario.

- *Durata del ciclo commerciale*: una nota positiva che emerge dall'analisi delle poste contabili è quella che riguarda la durata media dei crediti e dei debiti che, combinati assieme ai giorni di copertura delle scorte, forniscono una durata del ciclo commerciale addirittura negativa.

  Il risultato, -75 giorni, è facilmente spiegato se pensiamo al fatto che la società svolge un'attività di vendita al dettaglio che presuppone l'incasso immediato del denaro contro la dilazione spesso per mesi dei debiti commerciali da pagare; a questo indicatore sono assegnati 4 punti, indice di ottimo posizionamento anche rispetto i principali concorrenti.

- *Gearing e grado d'indipendenza da terzi*: per entrambi questi indicatori possiamo riscontrare degli ottimi valori che fanno intuire come la società non abbia particolari lacune in merito al livello di patrimonio netto o ad un esagerato ricorso all'indebitamento; a conferma di tutto ciò l'assegnazione per entrambi di 4 punti che

rappresentano l'ottimo posizionamento, ben sopra la mediana dei valori conseguiti dall'insieme di comparables.

Il giudizio di merito complessivo risultante dall'analisi quantitativa è pari a 2,01 circa, valore ben al di sotto della soglia dell'investment grade posta a 2,5; questo risultato conferma ancora una volta come la società sia caratterizzata da un merito creditizio molto scarso e quindi non sia consigliato investire su titoli da essa emessi o costituire un altro rapporto che comporti un'esposizione verso la stessa.

4.7. CONSIDERAZIONI SULLA SPERIMENTAZIONE

La validità del modello presentato in questo elaborato è provata in parte contando sul fatto che è utilizzato all'interno di un'importante ed affermata realtà finanziaria, oltre a questo però è utile verificarne la bontà dei risultati comparandoli con quelli relativi ad un'agenzia di rating internazionalmente riconosciuta.

Figura 3

MODELLO	CERVED	S&P
< 5	A1.1	AAA
< 4,75	A1.2	AA+
< 4,5	A1.3	AA
< 4,3	A1.3	AA-
< 4	A2.1	A+
< 3,7	A2.2	A
< 3,5	A3.1	A-
< 3,2	B1.1	BBB+
< 3	B1.1	BBB
< 2,7	B1.2	BBB-
< 2,5	B1.2	BB+
< 2,3	B1.2	BB
< 2,1	B2.1	BB-
< 1,9	B2.1	B+
< 1,7	B2.2	B
< 1,5	B2.2	B-
< 1,3	C1.1	CCC+
< 1,1	C1.1	CCC
< 0,9	C1.2	CCC-
< 0,7	C1.2	CC
< 0,6	C2.2	SD
< 0,4	C2.2	D

Figura 2

MODELLO	CERVED
BBB-	A-
A+	A
A	BBB+
A-	A-
AA+	BBB-
A-	A-
AA	BBB-
A-	BB
A+	BBB+
A-	BBB+
BBB	A
A+	BBB+
A+	BBB+
AA+	BBB+
A+	A-
BB+	BBB-
A-	BBB-
AA	A-
A-	BBB+
BBB+	BBB-
A+	BBB+
BBB+	BBB-

Per provvedere alla valutazione della bontà del modello d'analisi sono state selezionate una trentina circa di società tra quelle analizzate, per cui sono disponibili anche i rating emessi da Cerved, una ECAI (External Credit Assesment Institutions) e Rating Tool (riconosciuta tale dalla BCE all'interno dell'Eurosystem Credit Assessment Framework) sottoposta a vigilanza da parte dell'ESMA.

Questa agenzia effettua, verso pagamento di cospicue somme in denaro per la prestazione del servizio, delle accurate analisi di credito che spaziano in maniera molto dettagliata su tutti gli aspetti quantitativi e qualitativi riguardanti la società esaminata: naturalmente per lo svolgimento di tali analisi possono contare su sofisticati modelli di calcolo e una quantità d'informazioni riguardanti l'azienda di cui non tutti dispongono.

Per poter paragonare i risultati ottenuti tramite l'utilizzo del modello oggetto di questo lavoro e quelli forniti da Cerved, espressi mediante due diverse tipologie di scale di rating (combinazione di lettere e numeri, solamente numeri), ci siamo dotati di uno strumento di armonizzazione individuato nella scala di classi di rating utilizzata da Standard&Poor, una delle due più importanti agenzie di rating a livello mondiale.

Utilizzando la tabella di comparazione riportata nella figura 2 abbiamo trasformato i rating evasi da Cerved e quelli ottenuti mediante modello riguardanti ciascuna società analizzata in giudizi comparabili tra loro in quanto contraddistinti dalla medesima simbologia rappresentativa.

Inserendo i risultati in una semplice tabella abbiamo ottenuto una lista di rating comparabili tra loro riportata nella figura 3.

Scorrendo rapidamente i valori derivanti dal modello proposto e paragonandoli con quelli emessi dall'agenzia di rating italiana possiamo notare come le due si discostino di una due classi generalmente, con alcuni casi eccezionali in cui si arriva ad avere tre o, raramente, addirittura quattro classi di differenza.

Va rilevato inoltre che solamente in tre o quattro casi il discostamento da parte dei rating risultanti dal modello va a penalizzare il merito creditizio della società rispetto a quanto espresso da Cerved: quest'ultimo si presenta quindi come leggermente più prudenziale nella valutazione.

I risultati che derivano dalle analisi svolte utilizzando il modello qui proposto appaiono generalmente positive:

- in primo luogo le motivazioni che hanno portato a ciò sono da ricercarsi nella selezione effettuata dagli organi preposti alla gestione dei fondi di un vasto insieme di società atta a far pervenire all'attenzione ed analisi del comitato, di cui fa parte chi scrive, solamente le più meritevoli;

- in secondo luogo è utile comprendere come il modello vada a premiare con un giudizio mediamente positivo (3) indicatori che riportano un risultato anche leggermente inferiore alla mediana delle osservazioni registrate per lo stesso nel campione di aziende comparables.

  Ciò può far percepire il modello d'analisi come leggermente generoso, anche se a dire il vero tutto ciò è dovuto alla struttura dell'analisi che va a dare rilevanza ai risultati aziendali confrontati con quelli del settore d'appartenenza.
- la terza ipotesi possibile è che le differenze in positivo che il modello registra siano dovute alle asimmetrie informative normali quando non si può disporre di tutte le informazioni necessarie.

  Il modello, per di più, non prevede una gamma così estesa di indicatori tale da rendere evidenziabile ogni minimo aspetto rilevante che riguarda la società esaminata.

Questa ed altre considerazioni e critiche migliorative saranno oggetto di approfondimento nel prossimo capitolo del testo, in cui sono riportate le conclusioni e le considerazioni finali sull'efficacia del modello e le possibilità di sviluppo futuro dello stesso.

5. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE FUTURE

In questo capitolo, ultimo del presente elaborato, sono raccolte le considerazioni finali riguardanti la validità e l'efficacia del modello d'analisi proposto; saranno, inoltre, evidenziate le criticità e gli obbiettivi riguardanti tale tipologia di strumento.

Sarà altrettanto importante valutare alcune possibili azioni migliorative volte allo sviluppo ed al potenziamento, in termini di efficacia, di questo modello al fine di renderlo utilizzabile in tutti gli ambiti e con le più differenti mansioni.

È utile evidenziare come prima cosa i punti focali che rendono complicata e spesso scarsamente accurata l'analisi della situazione reddituale, patrimoniale e finanziaria di una singola società, con annessa spiegazione di come il modello proposto cerca di ovviare al problema:

- Informazioni: non è semplice reperire uno strumento d'analisi in grado di fornire adeguate informazioni circa la situazione della società analizzata, disponendo spesso di accesso limitato a dati societari ed informazioni che solo dall'interno dell'azienda sarebbe possibile ottenere.

  Per svolgere l'analisi di credito, il modello proposto in questo testo richiede solamente di disporre di un bilancio d'esercizio relativo alla società, che sia più aggiornato possibile e di alcuni semplicissimi dati riguardanti l'attività aziendale ricavabili dal bilancio stesso (relazione sulla gestione) o da semplici ricerche in rete, ad esempio nel sito internet della società stessa.

- Chiarezza ed efficacia: vi è la necessità di disporre di uno strumento in grado di spiegare, in maniera semplice, efficiente e rapida, quella che è la situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale che contraddistingue l'impresa analizzata al fine di prendere le adeguate decisioni in merito di miglioramento, se utilizzato da organi interni aziendali e in merito di valutazione dell'affidabilità se l'analisi è portata a termine da operatori esterni che ne hanno l'interesse.

  Il modello, utilizzando una griglia relativamente ridotta di indicatori - 21 considerando le due parti di analisi - riesce a fornire un adeguata quantità di informazioni relative a tutti gli aspetti che caratterizzano l'attività societaria, garantendo ad analisti esterni di valutarne l'affidabilità ed il merito di credito. Ciò permette altresì agli organi gestionali di individuare le principali lacune, di localizzarle per gestione d'appartenenza (patrimoniale, finanziaria, tributaria e cosi via) e di provvedere con azioni correttive ad una loro riduzione o cancellazione.

In particolare, la riclassificazione dei dati di bilancio e gli indici proposti riescono a mettere in evidenza quelli che sono gli elementi più rilevanti da conoscere sulla saluta di una società come l'equilibrio tra attività e passività con medesimo orizzonte temporale di realizzo, come il grado di patrimonializzazione e solidità finanziaria, o come il livello di redditività e di capacità aziendale di generare ricchezza.

- Analisi della concorrenza: è una necessità sempre più diffusa ed accettata da parte delle aziende stesse, alla ricerca di un feedback sul proprio posizionamento rispetto al mercato di riferimento, ed anche da parte degli investitori che possono così vagliare diverse opportunità d'investimento o verificare la bontà di quella in oggetto rispetto alle altre simili.

  Il modello proposto ha come caratteristica di base quella di analizzare l'andamento della società esaminata confrontandola con quello relativo ad altre società ritenute comparables in base a elementi comuni come dimensione ed attività svolta: ne deriva che l'intera analisi porta ad un giudizio e a dei valori che forniscono già l'idea del posizionamento aziendale nel settore.

  Per ogni indicatore si avrà un valore che può essere giudicato sia in maniera oggettiva sia in relazione ai valori relativi il medesimo indice conseguiti dalle altre aziende.

- Flessibilità: altro elemento molto richiesto è la possibilità di disporre di un unico strumento utilizzabile per analizzare diversi tipi di società, senza la necessità di modifiche nella struttura d'analisi o di dotarsi di altri strumenti.

  Il modello è applicabile a tutti i tipi di società, a parte banche e assicurazioni che necessitano di un'analisi differente vista la particolare attività svolta e gli elementi singolari presenti nei loro bilanci, qualunque sia la loro dimensione o l'attività che svolgono.

- Giudizio e classificazione: è molto utile per un operatore sia interno che esterno all'azienda che si vuole analizzare disporre di un giudizio sintetico capace di dare un'idea immediata del merito creditizio; è molto utile che sia inserito in una scala di valori che permetta di capire chiaramente qual è il migliore tra due investimenti o come si posiziona un emittente in termini di affidabilità creditizia in termini assoluti.

  Il modello garantisce il calcolo finale di un giudizio sintetico che si inserisce in una scala più ampia suddivisa in diverse classi di rating. Disponendo di tale tabella, figura 1 del quarto capitolo, è possibile immediatamente comprendere come il giudizio debba essere interpretato, sempre considerando la soglia del 2,5 come limite per definire la società affidabile e meritevole.

Alla luce di queste considerazioni possiamo definire il modello come uno strumento sufficientemente accurato, utile, flessibile, semplice da utilizzare e adatto a soddisfare le più svariate esigenze di impiego.

A supportare ulteriormente la validità del modello abbiamo la verifica dei risultati ottenuti circa una trentina di società comparandoli con quelli, riferiti alle medesime, emessi da una agenzia di rating internazionalmente riconosciuta: come visto nel precedente capitolo i risultati sono stati molto buoni con rating solitamente molto vicini tra loro, se non uguali, e con scostamenti che raramente superavano le due classi di rating.

Ad ulteriore supporto del modello presentato in questo lavoro, c'è la consapevolezza dei limiti che presenta ma anche delle infinite possibilità di miglioramento implementabili nel futuro; ne elenchiamo alcune:

- Calcolo Probabilità di Default (PD): il primo elemento migliorativo che si vuole implementare per lo sviluppo del modello è la correlazione al giudizio di rating finale di una PD percentuale in un certo orizzonte temporale, cioè l'indicazione in termini probabilistici delle possibilità di default della società nel successivo anno o nei successivi tre, cinque, dieci o ogni scadenza si desideri verificare.

  Per poter fare tutto ciò sarà necessario svolgere delle indagini su aziende defaultate verificando in che modo e in quanto tempo sono fallite, registrando anche i valori corrispondenti a ciascun indicatore. Dalle stime probabilistiche sarà possibile definire per ciascuna classe di rating una certa PD o addirittura fornire una PD specifica per ogni società in base ai risultati che ciascun indicatore fornisce: infatti dalle analisi statistiche si potrebbe riuscire a verificare quanto ogni indice, dato un certo valore, può significare l'avvicinarsi del default in termini percentuali.

- Miglioramento delle ponderazioni degli indicatori: è necessario modificare le ponderazioni assegnate ai punteggi relativi agli indici in modo da renderle più significative statisticamente e consentire la maggior correlazione con una PD e di conseguenza anche un maggior utilizzo del modello ai fini di pricing.

  Per fare tutto ciò è necessario svolgere un'indagine statistica come quella proposta nel punto precedente andando ad evidenziare in particolar modo quanto, statisticamente, ogni indice con determinati andamenti negativi in un certo periodo di tempo influisce sul raggiungimento del default; in questo modo si darà il giusto "peso" ad ogni indicatore nel computo del giudizio complessivo.

- Aggiunta indicatori: per rendere maggiormente accurata ed efficace l'analisi è necessario aggiungere degli ulteriori indicatori soprattutto per quanto riguarda la parte qualitativa dell'analisi.

  Nello specifico sarà interessante aggiungere altre sezioni che vadano a valutare aspetti dell'azienda come il rischio di cambio, i rischi legali e i rischi operativi a cui è esposta, oppure una valutazione più dettagliata del posizionamento nel mercato di riferimento; a questi pochi esempi se ne potrebbero aggiungere molti altri.

- Ampliamento del range di società analizzabili: tra i vari indicatori aggiungibili ce ne sono alcuni relativi all'analisi quantitativa che potrebbero essere molto utili all'ampliamento delle società analizzabili.

  Si fa riferimento ad esempio alle società molto grosse per cui alcuni provider, come Bloomberg, forniscono una vasta gamma di dati particolari legati al valore dell'equity, ai multipli di mercato e altri valori che anche combinati con valori contabili disponibili grazie al bilancio possono fornire chiare indicazioni sulla salute della società.

  Ad esempio un confronto del valore di mercato con il book value delle attività potrebbe far capire quanto solida è la società e quanto veritiero è il valore che viene dato dal mercato alla stessa.

  Attraverso i principali multipli di mercato inoltre si potrebbe capire la posizione dell'azienda rispetto alle dirette concorrenti comparandoli con quelli mediamente registrati dai comparables appartenenti al medesimo settore o in generale ai valori registrati.

L'intento è, quindi, quello di riuscire - contando anche sull'aiuto di colleghi ed altri professionisti con cui chi scrive entrerà in contatto - ad implementare tutte queste azioni migliorative per giungere ad uno sviluppo del modello tale da rendere possibile il suo uso per le più svariate mansioni cui, ad oggi, non può assolvere.

TESTI CONSULTATI

- AVI MARIA SILVIA, *Financial Analysis*, EIF-e.Book, 2011.
- AVI MARIA SILVIA - FRIZZERA BRUNO (Curatore), *Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi*, Il sole 24 ore Pirola, 2007.
- TAMI ALESSANDRA, *Dall'analisi di bilancio alla valutazione del merito creditizio delle PMI*.