



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**ANALISI DI BILANCIO: BASE PER IL  
GIUDIZIO DI RATING**

**FINANCIAL STATEMENTS ANALYSIS:  
BASIS FOR THE RATING JUDGMENT**

Relatore:  
Prof. Guido Paolucci

Rapporto Finale di:  
Eleonora Bindelli

Anno Accademico 2022/2023

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>CAPITOLO 1 – L’ANALISI DI BILANCIO</b> .....	<b>4</b>
1.1 INTRODUZIONE ALL’ANALISI DI BILANCIO .....	4
1.1.1 Fasi operative .....	7
1.2 RICLASSIFICAZIONE DEI PROSPETTI DI BILANCIO .....	8
1.2.1 Stato Patrimoniale .....	8
1.2.2 Conto economico .....	13
<b>CAPITOLO 2 – L’ANALISI PER INDICI</b> .....	<b>19</b>
2.1 ANALISI REDDITUALE .....	19
2.2 ANALISI PATRIMONIALE .....	23
2.3 ANALISI FINANZIARIA .....	26
<b>CAPITOLO 3 - IL RATING</b> .....	<b>29</b>
3.1 COS’È IL RATING .....	29
3.2 AGENZIE DI RATING .....	31
3.3 RATING ASSEGNATO DALLA BANCA .....	35
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>38</b>

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro di Tesi si propone di affrontare due argomenti tra loro collegati, l'analisi di bilancio e il giudizio di rating.

Il Primo Capitolo si apre con alcuni concetti introduttivi, relativi ad alcuni aspetti fondamentali del bilancio d'esercizio, documento indispensabile per la nostra analisi. All'interno del medesimo capitolo si richiamano anche il tema della riclassificazione dei prospetti di Stato Patrimoniale e Conto Economico contenuti nel bilancio e il motivo che porta alla loro classificazione, osservando allo stesso tempo i vari criteri possibili da adottare in questo processo.

Nel Secondo Capitolo sono illustrati i principali indici di bilancio, suddivisi dal punto di vista reddituale, patrimoniale e finanziario, con la relativa interpretazione.

Nel Terzo e ultimo Capitolo si passa ad affrontare il tema del giudizio di rating, analizzando cosa sia, chi e come lo emette e la sua correlazione all'analisi proposta nei capitoli precedenti.

## **CAPITOLO 1 – L’ANALISI DI BILANCIO**

Elemento fondamentale per la nostra analisi è il bilancio d’esercizio, strumento di comunicazione costituito dall’insieme dei documenti contabili che un’impresa ha l’obbligo di redigere periodicamente alla fine di ogni esercizio amministrativo, destinato a tutti i soggetti che intendono comprendere le dinamiche aziendali, permettendo loro di acquisire informazioni di carattere economico, finanziario e patrimoniale.

### **1.1 INTRODUZIONE ALL’ANALISI DI BILANCIO**

L’analisi di bilancio può essere considerata come una procedura di lettura critica e di interpretazione dei bilanci e di altre informazioni complementari, basata su tecniche codificate, sull’abilità, sull’esperienza e sull’intuito dei soggetti che la eseguono, finalizzata all’espressione di un giudizio sullo stato di salute di determinate realtà aziendali.

L’analisi di bilancio permette l’interpretazione della dinamica economica, patrimoniale e finanziaria di un’azienda sulla base dei valori opportunamente rielaborati dei prospetti di bilancio, eventualmente rettificati anche in base alle necessità conoscitive del destinatario dell’analisi.

Oltre a questo, ci sono tanti altri aspetti su cui tale analisi pone un occhio di riguardo:

- Verificare le capacità reddituali, la solidità e la liquidità dell’azienda confrontando i risultati con l’andamento di aziende concorrenti o con le medie settoriali (comparazione nello spazio). Inoltre, essa può costituire un importante momento di auto - diagnosi degli andamenti aziendali nel corso di più esercizi (comparazione nel tempo);
- Svolgimento di analisi strategiche corporate e di business;

- Supporto delle decisioni finanziarie, per la valutazione degli investimenti, scelte sulle coperture finanziarie degli impieghi e, quindi, sull'assunzione o sul rimborso di finanziamenti;
- Programmazione e controllo della gestione, che si avvale regolarmente di “key performance indicator” patrimoniali, economici e finanziari;
- Revisione contabile, come ad esempio nella “analytical review”, volta in modo particolare all'esame degli indici e dell'andamento dei dati finanziari, patrimoniali ed economici significativi dell'azienda sottoposta a revisione;
- Impiego anche dall'esterno dell'azienda, ad esempio in sede di decisione di affidamento da parte del sistema bancario – creditizio, che vuole approfondire i profili relativi al merito creditizio.

Esistono diverse tipologie di metodi per poter portare avanti tale analisi:

- In base alle tecniche impiegate:
  - Analisi statica: chiamata anche analisi di bilancio per indici o “Ratio Analysis”, consente il calcolo di una serie di indicatori ottenibili relazionando tra loro grandezze che derivano dagli schemi di Stato Patrimoniale e Conto Economico. Tale analisi ha la finalità di esprimere un giudizio sullo stato di salute dell'azienda sotto il punto di vista economico, patrimoniale e finanziario;
  - Analisi dinamica: analisi per flussi che si sostanzia nella redazione, lettura ed interpretazione del Rendiconto Finanziario, prospetto che mostra i flussi (entrate ed uscite) subite in un dato intervallo di tempo da una specifica risorsa finanziaria per effetto delle operazioni aziendali;
  - Analisi strutturale o “per margini”: analisi di struttura che tende ad accertare le relazioni esistenti tra le varie classi di attività e di passività dello Stato

Patrimoniale riclassificato e tra i costi e ricavi del Conto Economico riclassificato. Si tratta di un'analisi che ha compito di verificare l'equilibrio tra impieghi e fonti di finanziamento.

- In base alla posizione dell'analista:
  - Analisi interna: il soggetto che svolge tale attività, sia esso un dipendente dell'azienda o un suo consulente, ha accesso ai dati e alle informazioni tramite il sistema informativo aziendale, senza dover attendere la pubblicazione ufficiale del bilancio d'esercizio nei modi e nei tempi previsti dalla legislazione vigente. I destinatari di tali rapporti sono generalmente costituiti da soggetti interni, come componenti del Consiglio di Amministrazione e del management aziendale;
  - Analisi esterna: gli analisti possono fare affidamento soltanto sulle informazioni fornite dall'azienda verso l'ambiente esterno, tra le quali svolge un ruolo primario il bilancio d'esercizio pubblicato. Tali analisi possono essere svolte nell'interesse di una serie di soggetti con i quali l'azienda intrattiene relazioni, di tipo competitivo, finanziario o sociale.
- In base all'orizzonte temporale di riferimento dei dati:
  - Analisi storica: si concentra sui bilanci d'esercizio che contengono dati consuntivi;
  - Analisi prospettica: assume come dati di partenza quelli contenuti in bilanci di tipo previsionale, ovvero in documenti contabili che forniscono una stima della situazione economica, finanziaria e patrimoniale di un'azienda in un periodo futuro rispetto a quello attuale.

### 1.1.1 Fasi operative

L'analisi di bilancio, per essere svolta correttamente, richiede una serie di attività:

1) Definizione delle caratteristiche economiche e delle dinamiche competitive del mercato: prima di occuparsi della raccolta dati e successiva rielaborazione degli stessi, è importante capire:

- Il mercato in cui opera l'azienda, in quanto l'analista dovrebbe chiedersi se quest'ultima opera in un mercato caratterizzato da un'elevata competitività con numerose aziende competitor o in un mercato oligopolistico o addirittura monopolistico;
- La presenza di un vantaggio competitivo dell'azienda e la sua consistenza e difendibilità;
- Il business model dell'azienda, indagando sulle caratteristiche del modello di business, quindi fornitori, clienti, strategie commerciali e distribuzione. È importante capire anche se l'azienda può vantare una diversificazione a livello del prodotto, per area geografica e per cliente.

2) Reperimento di informazioni e verifica dell'attendibilità delle stesse: la base dati su cui svolgere l'analisi differisce a seconda che l'analista sia interno o esterno.

Nel caso di un'analista interno, come già ricordato, egli dispone di tutte le informazioni ricavabili dai sistemi informativi e gestionali interni, oltre alla possibilità di interrogare i soggetti preposti alla redazione dei documenti ufficiali e non ufficiali ai fini di una più corretta interpretazione dei dati. Egli può quindi contare su un'estensione informativa più ampia, oltre che su un'elevata affidabilità dei dati.

L'analista esterno, invece, può solo limitarsi alle fonti dei dati ufficiali, quindi, in questo caso, la fonte dei dati utilizzabile è standardizzata e caratterizzata da una più contenuta affidabilità.

- 3) **Lettura:** l'analista individua i valori delle singole classi, sottoclassi e voci dei prospetti contabili ed esamina il contenuto delle stesse tramite la Nota Integrativa. La Relazione sulla gestione consente di apprendere ulteriori eventi gestionali che possono essere significativi ai fini della comprensione della dinamica aziendale e delle prospettive future.
- 4) **Riclassificazione:** attività fondamentale per convertire i prospetti di Stato Patrimoniale e Conto Economico secondo schemi ritenuti funzionali al calcolo degli indici, agli obiettivi dell'indagine e in base al soggetto che deve esprimere un giudizio. Alla fine di tale riclassificazione l'analista può determinare gli indici, necessari per supportare il proprio processo interpretativo e decisionale.
- 5) **Interpretazione:** fase conclusiva, che porta alla formulazione del giudizio che rappresenta l'output finale del processo di analisi di bilancio. Tale giudizio dovrà essere ponderato tenendo conto di tutte le informazioni ottenute dall'analista, derivanti dalla lettura del bilancio e della Relazione sulla gestione, dall'esame dei prospetti riclassificati e degli indici e dalle altre informazioni in suo possesso riguardanti l'azienda.

## **1.2 RICLASSIFICAZIONE DEI PROSPETTI DI BILANCIO**

Il motivo principale per cui avviene questa riclassificazione dei prospetti è per evidenziare aggregati di valori significativi ai fini dell'analisi.

### **1.2.1 Stato Patrimoniale**

Il prospetto dello Stato Patrimoniale civilistico ex articolo 2424 del Codice Civile è inadeguato per esprimere un giudizio sullo stato di salute economico – finanziario dell'impresa; proprio per questo sono stati introdotti due metodi con cui poterlo riclassificare:

- Criterio funzionale o di pertinenza gestionale: tale criterio prevede la collocazione dei componenti patrimoniali in relazione alle aree gestionali a cui si riferiscono. Conoscere infatti l'entità e la composizione delle fonti e degli impieghi associabili alle varie aree di gestione può accrescere notevolmente la portata informativa dell'analisi. Ai fini della riclassificazione, le aree gestionali di riferimento sono:

- 1) Area operativa: relativa allo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa;
- 2) Area accessoria: relativa allo svolgimento di attività complementari, non strettamente riferibili all'area caratteristica;
- 3) Area finanziaria: relativa al reperimento sul mercato, a titolo di capitale di credito, dei mezzi necessari allo svolgimento della gestione;
- 4) Area straordinaria: accoglie operazioni aventi carattere eccezionale, atipico o non ripetibile, in quanto non riconducibili, per natura e frequenza, alla gestione ordinaria;
- 5) Area tributaria: relativa ai rapporti intrattenuti dall'impresa con l'Amministrazione finanziaria.

<b>Attività</b>	<b>Passività e Capitale netto</b>
Attività caratteristiche:  • correnti; • immobilizzate.	Passività caratteristiche:  • correnti; • consolidate.
Attività non caratteristiche (accessorie e finanziarie):  • correnti; • immobilizzate.	Passività non caratteristiche:  • correnti; • consolidate.
	Capitale netto
<b>Totale attività</b>	<b>Totale passività</b>

- Criterio finanziario: in questo caso il fattore rilevante non è più l'area gestionale di pertinenza, bensì i tempi attesi di conversione in liquidità per le voci dell'attivo e di esigibilità per le voci del passivo.

ATTIVITÀ		PASSIVITÀ		
Attivo corrente	Liquidità immediate	Passività correnti	Capitale di terzi	Capitale consolidato
	Liquidità differite			
	Disponibilità	Passività consolidate		
Immobilizzazioni materiali	Patrimonio netto			
Immobilizzazioni immateriali				
Immobilizzazioni finanziarie				

Gli elementi dell'attivo sono considerati come impieghi di risorse finanziarie e solitamente vengono inseriti seguendo una logica di liquidità decrescente, quindi partendo dalla posta che torna liquida in tempi più brevi. Seguendo questa logica, quindi, avremo due macro-categorie all'interno degli impieghi, l'attivo corrente e l'attivo immobilizzato; la differenza tra le due classi di valori è operata in base alla durata dell'esercizio amministrativo, per cui un impiego viene classificato nell'attivo fisso se si stima che i tempi di conversione in liquidità saranno superiori ai dodici mesi, altrimenti verrà classificato nell'attivo corrente. Bisogna sottolineare che la distinzione non dipende dalla natura dell'elemento considerato, ma dalle previsioni della Direzione aziendale in merito alla conversione in liquidità dell'impiego.

Partendo dall'attivo corrente, questo si divide in tre sottoclassi:

- Liquidità immediate, ovvero voci dello Stato Patrimoniale che si presentano già in forma liquida, vale a dire in denaro prontamente disponibile presso l'azienda o a vista presso istituti finanziari;
- Liquidità differite, tutte quelle voci che diventeranno liquide entro i 12 mesi. All'interno di questa sottoclasse troveremo sia i crediti finanziari e commerciali correnti esigibili nell'esercizio successivo, sia quelli immobilizzati per la sola parte esigibile nei dodici mesi; si possono trovare anche i ratei attivi, in quanto esprimono l'attesa di un'entrata finanziaria e infine le attività finanziarie correnti, ovvero immobilizzazione finanziarie che hanno un'attesa di realizzo entro i prossimi 12 mesi;
- Disponibilità, ovvero tutte le rimanenze di magazzino e lavori in corso su ordinazione con realizzo stimato entro l'esercizio successivo. In questa sottoclasse bisogna ricordarsi di sottrarre gli acconti dei clienti corrispondenti a rimanenze presenti nell'attivo, in quanto rappresentano entrate che, dal punto di vista finanziario, riescono a smobilizzare le rimanenze a cui si riferiscono.

L'attivo immobilizzato comprende al suo interno:

- le immobilizzazioni immateriali, che sono beni non tangibili ad utilità pluriennale;
- le immobilizzazioni materiali, ovvero beni strumentali utilizzati per l'attività operativa dell'azienda in un arco temporale pluriennale. In questa sezione dovranno essere inserite anche le immobilizzazioni in corso di costruzione e gli anticipi ai fornitori per acquisizione di immobilizzazioni materiali;
- le immobilizzazioni finanziarie, che sono titoli, crediti e altri strumenti finanziari destinati a rimanere nel patrimonio aziendale per più anni. L'azienda può decidere di acquisire un'immobilizzazione finanziaria per due motivi: effettuare un investimento speculativo oppure acquisire un'altra azienda tramite l'acquisto di quote, azioni o altri strumenti; se si tratta di un investimento di breve periodo o di un credito commerciale

che verrà a breve incassato, verrà iscritto all'interno dell'attivo circolante, viceversa se si presume di tenerlo all'interno del patrimonio dell'azienda per più esercizi, allora si tratta di un'immobilizzazione.

Anche dal lato del passivo l'elemento discriminante tra le due classi, correnti e consolidate, è rappresentato dalla durata dell'esercizio amministrativo. Normalmente una passività viene qualificata come "consolidata" se si prevede che i tempi di rimborso saranno superiori ai dodici mesi, altrimenti viene classificata come "corrente". Anche per le fonti la distinzione non dipende dalla natura della passività, ma avviene in base alle previsioni della Direzione aziendale in merito ai tempi di rimborso, che a loro volta dipendono dalle condizioni contrattuali del rapporto.

Nelle passività correnti vengono inserite tutte quelle voci che l'azienda ritiene di poter estinguere durante il normale esercizio commerciale e comprendono:

- fondi per rischi e oneri che si prevede di utilizzare nel prossimo esercizio;
- quota di debito di TFR che si prevede di corrispondere nell'esercizio successivo;
- debiti commerciali, finanziari, tributari, verso istituti previdenziali scadenti nell'esercizio successivo;
- ratei e risconti passivi;
- quota di utili d'esercizio che si prevede di pagare ai soci entro l'esercizio successivo.

Nelle passività consolidate troviamo le medesime voci presenti nelle passività correnti ma che vengono estinte in un periodo superiore ai dodici mesi.

Altra macro-classe presente nelle passività è il patrimonio netto, grandezza che misura la consistenza del patrimonio di proprietà dei soci dell'impresa, ed è dato dalla differenza tra attività e passività. Tale grandezza si compone di più voci, dette parti ideali del patrimonio netto; tale suddivisione ha lo scopo di distinguere l'origine e la destinazione di tali risorse:

- capitale sociale;
- riserve;
- utili in attesa di destinazione;
- perdite in attesa di essere compensate.

### **1.2.2 Conto economico**

Oltre che dal Codice Civile, la redazione del bilancio d'esercizio è regolata dal Principio contabile OIC 12, la cui funzione è disciplinare i criteri per la presentazione dello Stato Patrimoniale, del Conto Economico e della Nota Integrativa, con particolare riguardo alla loro struttura e al loro contenuto. In particolare, il Conto Economico deve essere obbligatoriamente redatto nel rispetto della forma disposta dall'articolo 2425 del Codice Civile, che prevede la rappresentazione sotto forma scalare delle componenti economiche raggruppate in quattro aree di gestione, nelle quali i costi sono allocati per natura: differenza tra valore e costo della produzione, proventi e oneri finanziari, rettifiche di valori di attività e passività finanziarie ed infine le imposte sul reddito d'esercizio, correnti, differite e anticipate. Come per lo Stato Patrimoniale, anche il Conto Economico civilistico risulta inadeguato per esprimere un giudizio sullo stato di salute economico – finanziaria dell'impresa, per questo sono stati individuati tre metodi di riclassificazione:

- **Valore Aggiunto:** tale metodo si fonda sulla riallocazione per natura dei costi sostenuti per l'acquisto dei fattori produttivi, ripartendoli in due classi, costi esterni ed interni. Tale metodo ha lo scopo di evidenziare la capacità dell'azienda di creare valore attraverso la propria struttura produttiva rispetto al valore intrinseco del bene o servizio acquistato dall'esterno.

<b>CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO</b>
Ricavi netti + Altri ricavi e proventi tipici +/- variazione delle rimanenze di prodotti finiti, semilavorati e prodotti in corso di lavorazione + Costo dei beni costruiti in economia <b>= Valore della produzione</b>
- Consumi di materie prime, sussidiarie, di consumo +/- Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci - Costi per servizi - Altri costi di gestione tipici <b>= Valore aggiunto</b>
- Costi per il personale <b>= Margine operativo lordo</b>
- Ammortamenti - Accantonamenti - Svalutazioni <b>= Reddito operativo</b>

Partendo dal valore della produzione, questo rappresenta il valore economico di tutto ciò che l'azienda è riuscita a produrre; al suo interno sono pertanto compresi non solo i ricavi netti di vendita, che rappresentano la produzione venduta, ma anche le variazioni delle rimanenze di semilavorati, prodotti finiti e lavori in corso su ordinazione, che sono sinonimo del lavoro svolto nell'esercizio ma che alla data di redazione del bilancio non ha ancora generato ricavi. Sempre in questa macro-area vanno considerati gli incrementi interni di immobilizzazioni, in quanto rappresentano lo sforzo economico sostenuto dall'azienda per la realizzazione in economia di beni ad utilità pluriennale.

Il primo aggregato da contrapporre al valore della produzione è il consumo di materie rappresentativo dei costi sostenuti per l'acquisto di fattori della produzione impiegati e consumati nel processo produttivo come materie prime, di consumo e

merci, al netto di abbuoni, sconti e resi su acquisti. È importante tener conto proprio delle variazioni di queste ultime, in quanto non tutte le materie prime immesse nel processo produttivo sono state acquistate nell'esercizio e, allo stesso tempo, non tutte quelle acquistate sono state utilizzate nel medesimo esercizio.

La prima grandezza fondamentale si ha dalla differenza tra il valore della produzione con il consumo delle materie, i costi per servizi e altri costi legati alla gestione tipica; da qui troveremo il valore aggiunto, che rappresenta la capacità del valore della produzione, dopo aver remunerato i costi esterni, di garantire la copertura dei costi interni, delle aree residue del Conto Economico e di permettere l'ottenimento di un risultato di esercizio; inoltre, consente di valutare l'efficienza dell'azienda evidenziando o meno la sua capacità di creare valore rispetto a quello usato per i beni acquistati.

Se da questo prima grandezza si sottrae il costo del personale si ottiene il margine operativo lordo (MOL) che:

- indica la capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito;
- evidenzia un margine più attendibile del reddito operativo per valutare le performance aziendali;
- derivando dal confronto tra costi e ricavi monetari, esprime la liquidità potenziale dell'azienda, quindi la sua capacità di generare risorse finanziarie attraverso la gestione corrente.

Infine, sottraendo dal MOL gli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni, si ottiene il reddito operativo ovvero il valore creato dall'azienda a prescindere da come l'attività è stata finanziata.

- Destinazione economica dei costi (costo del venduto): tale riclassificazione analizza il costo della produzione venduta nell'esercizio attraverso la riallocazione dei costi operativi per destinazione, ripartendoli in tre aree di gestione:
  - Industriale, che comprende i costi relativi al processo di produzione;
  - Commerciale, che attiene ai costi operativi relativi alla commercializzazione del prodotto;
  - Amministrativa, che ricomprende i costi a supporto delle aree precedenti.

Acquisti di materie prime
+ Costi per servizi industriali
+ Ammortamenti industriali
+ Manodopera industriale
+ Altri costi industriali
+ Esistenze iniziali
- Rimanenze finali
- Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni
<b>= Costo del venduto</b>

<b>CONTO ECONOMICO A RICAVI E COSTO DEL VENDUTO</b>
Ricavi netti di vendita
+ Ricavi complementari tipici
<b>= Ricavi complessivi netti</b>
- Costo del venduto
<b>= Margine lordo sulle vendite</b>
- Costi commerciali
- Costi amministrativi
<b>= Reddito operativo</b>

L'unico aggregato, di grande importanza con questo metodo, è il margine lordo sulle vendite, chiamato anche risultato lordo industriale, il quale rappresenta la marginalità derivante dal processo produttivo che, dopo aver coperto i costi connessi all'attività produttiva, consente di coprire i costi delle residue aree operative nonché di

remunerare i finanziatori (oneri finanziari), lo Stato (imposte sul reddito) ed infine i soci (utile d'esercizio). Esso rappresenta un risultato intermedio di notevole importanza, in quanto attraverso la percentualizzazione dei costi industriali sui ricavi è possibile valutare l'incidenza delle singole componenti di costo sui ricavi, fornendo indicazioni al management su quali fattori agire per migliorare la redditività aziendale ovvero se esternalizzare alcuni fasi del processo produttivo qualora ciò risultasse meno oneroso.

Tale riclassificazione è uno strumento utile per l'analisi dell'efficienza di ciascuna area, ma per potervi accedere l'analista deve necessariamente disporre di informazioni di fonte interna all'azienda, superiori rispetto a quelle ricavabili esclusivamente dal bilancio destinato alla pubblicazione.

- Variabilità dei costi (margine di contribuzione): quest'ultima riclassificazione consiste nella riallocazione dei costi operativi in funzione alla loro variabilità. Sono definiti variabili i costi il cui ammontare varia in proporzione ai volumi di produzione o di vendita, mentre sono fissi quei costi che non variano in relazione al volume di produzione o di vendita.

<b>CONTO ECONOMICO A MARGINE DI CONTRIBUZIONE</b>	
Ricavi netti	
- Costi variabili	
<b>= Margine di contribuzione</b>	
- Costi fissi	
<b>= Reddito operativo</b>	

Dal confronto tra i ricavi di vendita ed i costi variabili si ottiene il primo risultato intermedio, definito Margine di contribuzione, la cui funzione è quella di evidenziare la capacità dei ricavi, dopo aver coperto i costi variabili, di coprire i costi

fissi nonché remunerare i finanziatori, lo Stato ed i soci. Infine, sottraendo al Margine di contribuzione i costi fissi, si ottiene il Reddito operativo.

La distinzione tra costi fissi e costi variabili permette di valutare un primo importante aspetto di controllo di gestione e cioè la capacità dell'azienda di raggiungere il punto di pareggio, ovvero il punto in cui i ricavi di vendita eguagliano i costi totali; ovviamente l'obiettivo dell'azienda non è il raggiungimento del break even point ma il suo superamento, in quanto l'azienda non deve essere solo in grado di coprire i costi di gestione ma anche di garantire un margine per il compenso al capitale di rischio.

## **CAPITOLO 2 – L’ANALISI PER INDICI**

Con l’espressione analisi per indici si identifica una tecnica di indagine che ha il compito di:

- Comprendere le dinamiche della gestione trascorsa, esaminata nella sua completezza o in alcune sue parti;
- Esprimere un giudizio sullo stato di salute dell’azienda;
- Consentire la formulazione di stime in merito all’evoluzione futura della dinamica aziendale.

Tale analisi è condotta calcolando rapporti che mettono in relazione le singole voci di bilancio o aggregati di voci; tra i vari indici ci sono sia quelli che mettono a confronto solo valori dello Stato Patrimoniale o del Conto Economico, sia quelli che mettono in relazione grandezze appartenenti ai diversi documenti di bilancio. Per avere maggiori informazioni da tali analisi è consigliabile effettuare una comparazione sia nel tempo, analizzando l’andamento aziendale in più bilanci, sia nello spazio confrontandoli con quelli dei competitor.

### **2.1 ANALISI REDDITUALE**

Ai fini dell’analisi della redditività, l’analista adopera i prospetti riclassificati di Stato Patrimoniale e Conto Economico, per valutare non solo il rendimento ma anche le condizioni che lo hanno determinato. La loro interpretazione permette di fornire una misurazione della capacità aziendale di generare reddito, la quale deve essere esaminata non solo da un punto di vista quantitativo ma anche qualitativo.

Il primo importante indice che si può analizzare in questo contesto è il ROE (return on equity) utilizzato per la misurazione del capitale investito dai soci, ed è quindi espressione della redditività netta del capitale di rischio.

$$ROE = \text{Reddito netto} / \text{patrimonio netto}$$

Tale rapporto mostra quanti euro di risultato netto sono stati guadagnati o persi per ogni euro investito in azienda; tale indicatore porta nello stesso tempo ad un vantaggio e svantaggio in quanto considera la performance complessiva dell'azienda, consentendo da un lato di acquisire una panoramica completa sulla performance aziendale, ma nel momento in cui sono presenti componenti non ripetibili rappresenterebbero una situazione eccezionale e quindi non rappresentativa della capacità dell'azienda di produrre reddito nel tempo.

Scomponendo tale indice si osserva che esso è influenzato:

- Dalla gestione caratteristica dell'azienda;
- Dalla struttura delle fonti di finanziamento;
- Dalla gestione extra-caratteristica, finanziaria e straordinaria dell'azienda.

In presenza invece di componenti straordinari, può essere opportuno determinare il ROE ordinario, cioè derivante dalla normalizzazione del reddito, escludendo quei componenti non ripetibili:

$$ROE \text{ ordinario} = \text{risultato ordinario} / \text{capitale netto}$$

Esiste una correlazione algebrica tra il ROE ed altri indici, ovvero moltiplicandoli tra di loro si ottiene nuovamente il primo e parliamo di ROI, TIGEC e Indice di indebitamento.

Il ROI (return on investment) è dato da:

$$ROI = \text{reddito operativo} / \text{capitale investito}$$

È un indice che rappresenta la redditività e l'efficienza economica della gestione, a prescindere dalle fonti utilizzate, ed è quindi un sinonimo di efficienza del capitale investito. Tale indicatore può essere sia caratteristico che globale. Nel primo caso, si ha:

$$ROI \text{ caratteristico} = \text{reddito operativo caratteristico} / \text{capitale investito caratteristico}$$

Nel caso in cui si prenda come riferimento il reddito globale, l'indice si chiama ROA ed è dato da:

$$ROA = \text{reddito operativo globale} / \text{capitale investito globale}$$

Esso costituisce il quoziente segnaletico della redditività dell'attività tipica aziendale, ed esprime il tasso di rendimento complessivo degli investimenti aziendali; può assumere:

- valore positivo, se il risultato operativo globale è maggiore di 0;
- negativo, se è minore di 0;
- nullo se è pari a 0.

Il ROI a sua volta viene scomposto in altri due indicatori:

- *ROS (return on sales) = reddito operativo / ricavi di vendita*

Esprime il tasso di rendimento sulle vendite, ovvero il rendimento percentuale di ogni euro di vendita una volta dedotti tutti i costi operativi. Il valore di questo indice consente di avere un'immediata percezione della capacità delle vendite di contribuire alla creazione e generazione di reddito; in altri termini, consente di osservare la capacità di reddito che deriva dallo svolgimento delle operazioni tipiche. È un indicatore compreso tra 0 e 1, visto che il reddito operativo non è mai maggiore dei ricavi di vendita.

- *Indice di rotazione del capitale investito = ricavi di vendita / capitale investito*

Tale indice prende anche il nome di Turnover ed indica la capacità di sfruttamento del capitale investito: quanto più l'azienda è capace di far ruotare il proprio capitale investito, tanto più risulterà rapida nel completare i cicli operativi.

Abbiamo quindi detto che il ROI è uno degli indici che ha una correlazione algebrica con il ROE, insieme a TIGEC ed Indice di indebitamento.

Il primo è dato da:

$$TIGEC = \text{reddito netto} / \text{reddito operativo}$$

Tale indice rappresenta il tasso di incidenza della gestione extra-caratteristica ed è generalmente compreso tra 0 e 1; più tale indicatore è alto e più vuol dire che ha inciso meno tale gestione, pagando meno oneri finanziari.

Il secondo invece si calcola:

$$\text{Indice di indebitamento} = \text{capitale investito} / \text{patrimonio netto}$$

L'indice di indebitamento, o leverage, evidenzia quanto l'azienda sia indebitata. Se il valore che risulta dal rapporto è pari a 1, significa che l'azienda non ha debiti poiché tutte le risorse sono fornite dal capitale proprio, quindi l'azienda riesce a finanziare le operazioni aziendali senza ricorrere a fonti esterne. Se il risultato è compreso tra 1 e 2, significa che c'è un buon equilibrio tra risorse totali e indebitamento; se si ha un valore maggiore di 2, vuol dire che i debiti sono maggiori delle risorse e ciò porta a non avere una struttura patrimoniale adeguata.

Ultimo indice legato all'analisi reddituale è il ROD (return on debt), che segnala il costo del debito sostenuto dall'azienda e si ottiene come:

$$ROD = \text{oneri finanziari} / \text{debiti finanziari}$$

Il risultato va contestualizzato considerando le componenti di bilancio che possono avere influenzato il risultato e paragonando sempre il valore dell'indice con quello degli anni precedenti.

Molto efficace risulta il confronto tra ROD e ROI, in quanto si è in grado poi di analizzare le dinamiche aziendali nel loro complesso, individuando così le aree sulle quali i manager dovranno intervenire per migliorare le performance aziendali. Si possono presentare due casi:

- $ROI > ROD$ : se si ha un ROI maggiore rispetto al ROD, si ha una situazione positiva per l'azienda, poiché significa che questa può effettuare ulteriori investimenti attraverso il capitale preso in prestito dai terzi e ciò porta anche ad aumentare il ROE;
- $ROI < ROD$ : ciò indica che l'azienda sta utilizzando capitale preso in prestito che costa più di quanto essa rende, ciò porta ad una minore redditività e quindi ad una diminuzione del ROE. In questo caso l'azienda dovrebbe puntare maggiormente sullo sfruttamento del capitale proprio come fonte di finanziamento principale, poiché la situazione del debito preesistente crea un aumento del costo del credito e un maggior rischio finanziario.

## **2.2 ANALISI PATRIMONIALE**

L'analisi patrimoniale indaga la capacità dell'impresa di operare con un'equilibrata struttura delle fonti e degli impieghi. È un'analisi di tipo verticale, ovvero gli indicatori si ottengono mettendo in rapporto grandezze che si trovano nella medesima sezione degli impieghi o delle fonti e una volta ricavati prendono il nome di indici di composizione.

Tali indici possono essere classificati in base al:

- Grado di rigidità della struttura patrimoniale

Il primo indicatore che troviamo è l'indice di rigidità degli impieghi, esso assume valore compreso tra 0 e 1 e in base al risultato l'azienda avrà più o meno una struttura rigida. La rigidità indica una presenza maggiore di immobilizzazioni, quindi di fattori pluriennali che impiegano un tempo maggiore per tornare in forma liquida; si può calcolare come:

$$\text{Indice di rigidità degli impieghi} = \text{attivo fisso} / \text{totale impieghi}$$

Altro indice che si analizza in questo contesto riguarda l'elasticità degli impieghi e come il precedente è compreso tra 0 e 1: all'aumentare del valore, l'azienda avrà una struttura elastica. Tale termine indica che i fattori presenti all'interno dell'azienda ritornano in forma liquida nel breve periodo. Esso è dato da:

$$\text{Indice di elasticità degli impieghi} = \text{arrivo corrente} / \text{totale impieghi}$$

Per questa categoria può essere effettuata un'ulteriore analisi, mediante il calcolo di indici di 2° livello. Più nello specifico parliamo, in parte, di indici di immobilizzo materiale la cui formula è data da:

$$\text{immobilizzazione materiali} / \text{totale impieghi}$$

Analogamente, tale formula può essere utilizzata anche per il calcolo dell'indice di immobilizzo immateriale e finanziario; in tutti e tre i casi esso esprime in che percentuale tali immobilizzazioni compongono l'attivo dello Stato Patrimoniale.

Altri indici sono:

$$\text{indice di disponibilità del magazzino} = \text{disponibilità} / \text{totale impieghi}$$

$$\text{indice di liquidità totale} = \text{liquidità immediata} + \text{liquidità differita} / \text{totale impieghi}$$

$$\text{indice di liquidità immediata} = \text{liquidità immediata} / \text{totale impieghi}$$

- Grado di autonomia finanziaria dell'impresa

Questa tipologia di indici fornisce informazioni sulla struttura finanziaria dell'azienda, in merito al suo grado di autonomia rispetto ai terzi.

I due indici principali riguardano il calcolo dell'autonomia e della dipendenza finanziaria; per quanto riguarda l'indice di autonomia finanziaria, maggiore è il valore assunto, e più l'azienda è autonoma dal punto di vista finanziario. Esso è dato da:

$$\textit{patrimonio netto / totale fonti}$$

L'indice di dipendenza finanziaria, invece, esprime la solidità patrimoniale del soggetto preso in considerazione, quindi esprime in che percentuale il capitale investito nell'impresa è stato finanziato da capitali presi in prestito. Se tale indice è alto vuol dire che l'azienda ha un eccessivo grado di indebitamento e quindi di dipendenza da mezzi esterni.

La formula per il suo calcolo è la seguente:

$$\textit{passivo corrente + passivo consolidato / totale fonti}$$

Anche in questo caso si può fare un'ulteriore analisi mediante indici di 2° livello, che indagano in merito alla copertura e all'indebitamento.

L'indice di copertura permanente esprime se il capitale permanente, patrimonio netto e debito a medio e lungo termine, è in grado di coprire le immobilizzazioni ovvero quegli investimenti durevoli che rimangono più a lungo all'interno dell'azienda.

Tale indice è dato da:

$$\textit{patrimonio netto + passivo consolidato / totale fonti}$$

Si hanno poi altri indici da poter analizzare in merito all'indebitamento a breve termine e a medio e lungo termine, che si differenziano in relazione ai tempi di restituzione della somma di denaro.

## 2.3 ANALISI FINANZIARIA

L'analisi finanziaria evidenzia la capacità delle entrate monetarie di far fronte alle uscite monetarie e, quindi, rappresenta l'idoneità della struttura patrimoniale a evitare situazioni di tensione finanziaria. È un'analisi di tipo orizzontale in cui l'indicatore è formato dal confronto tra una grandezza contenuta nella sezione delle fonti con una degli impieghi, e viceversa; gli indici che si ottengono prendono il nome di indici di correlazione e consentono di fare comparazioni nel tempo e nello spazio. Oltre a tali indici, possono essere calcolati anche dei margini, valore assoluto che arricchisce dal punto di vista informativo l'indicatore.

Nel caso in cui al numeratore vi sia una voce appartenente alle fonti, mentre al denominatore un impiego, avremo un indice di struttura. In questa categoria troveremo il quoziente secondario di struttura, che è dato da:

$$\text{patrimonio netto} + \text{passivo consolidato} / \text{attivo fisso}$$

Per essere in una situazione favorevole per l'azienda, tale indice deve essere maggiore di 1, in quanto la scadenza delle fonti di finanziamento deve essere superiore rispetto alla scadenza del proprio attivo fisso, quindi del proprio attivo immobilizzato; nel caso in cui tale indicatore fosse uguale a 1 allora vuol dire che l'azienda sta finanziando il proprio attivo fisso con fonti di pari durata. Per svolgere un'ulteriore analisi può essere calcolato anche l'indice primario di struttura, importante per valutare la qualità del primo indicatore ed è dato da:

$$\text{patrimonio netto} / \text{attivo fisso}$$

Per quanto riguarda i margini, abbiamo il margine secondario e primario di struttura. Entrambi si calcolano nella medesima modalità rispetto all'indice solo che, al posto del rapporto, si avrà una differenza.

Nel momento in cui al numeratore si ha una voce appartenente agli impieghi e al denominatore una fonte, si parla di indici di liquidità. Per quanto riguarda la parte relativa agli

indici si analizza il quoziente di disponibilità, chiamato anche indice di liquidità generale, che è dato da:

$$\text{attivo corrente} / \text{passivo corrente}$$

Tale indice deve essere maggiore di 1, perché significa che le attività che ritornano in forma liquida entro i 12 mesi sono superiori rispetto a quello che i creditori richiedono all'azienda di pagare nel breve periodo per adempiere al debito.

Oltre a questo, si ha anche il quoziente di disponibilità rettificato dato da:

$$\text{attivo corrente} - \text{magazzino non liquidabile nel breve periodo} / \text{passivo corrente}$$

Come ultimo indice di liquidità si ha il quoziente secondario di tesoreria; nel caso in cui fosse maggiore di 1 vuol dire che l'azienda è in grado di coprire il proprio fabbisogno finanziario tramite liquidità, quindi ciò che deve essere incassato, senza far ricorso al magazzino. Esso è dato dalla formula:

$$\text{liquidità immediata} + \text{liquidità differita} / \text{passivo corrente}$$

Per quanto riguarda i margini abbiamo:

$$\text{capitale circolante netto} = \text{attivo corrente} - \text{passivo corrente}$$

$$\text{margine secondario di tesoreria} = (\text{liquidità immediata} + \text{liquidità differita}) - \text{passivo corrente}$$

$$\text{margine primario di tesoreria} = \text{liquidità immediata} - \text{passivo corrente}$$

Quando si effettua un'analisi finanziaria si può fare un approfondimento con gli indici di rotazione e il loro reciproco, ovvero gli indici di durata. Per quanto riguarda gli indici di rotazione, essi vanno a definire le volte in cui uno specifico articolo ruota in giacenza; più è alto il valore di tale indice e maggiore è la velocità con cui ruotano le scorte, mentre più basso è, più lenta sarà la rotazione degli articoli.

Il principale indice di rotazione riguarda il capitale investito ed è dato da:

$$\text{vendite} / \text{capitale investito}$$

L'obiettivo dell'azienda è quello di rendere il capitale più produttivo, impiegandolo in più cicli produttivi; più cicli economici si realizzano, più l'azienda è in grado di produrre redditività. Altre poste su cui poter puntare per aumentare la rotazione sono l'attivo corrente, il magazzino, i crediti verso clienti e i debiti verso fornitori. Per quanto riguarda quest'ultima voce, il relativo indice di rotazione sarà dato da:

$$\text{acquisti} / \text{debiti verso fornitori}$$

In questo caso, più l'indice è basso meglio è, in quanto vuol dire che i fornitori non ruotano e quindi si pagano i debiti in tempi molto più lunghi.

Gli indici di durata costituiscono il reciproco degli indici di rotazione e rappresentano un insieme coordinato di quozienti che misurano, in numero di giorni, il periodo di giacenza media relativo a ciascun aggregato:

$$\text{indice durata del capitale permanente} = \text{attivo corrente} / \text{vendite} \times 365$$

$$\text{indice di durata del magazzino} = \text{magazzino} / \text{vendite} \times 365$$

$$\text{indice di durata dei crediti verso clienti} = \text{crediti verso clienti} / \text{vendite} \times 365$$

$$\text{indice di durata dei debiti verso fornitori} = \text{debiti verso fornitori} / \text{acquisti} \times 365$$

## CAPITOLO 3 - IL RATING

L'analisi di bilancio, fin qui richiamata, può essere effettuata anche dall'esterno dell'azienda, come ad esempio nel caso di decisioni di affidamento da parte del Sistema bancario – creditizio, che vuol approfondire i profili relativi al merito creditizio. Collegato a tale aspetto, vi è l'utilità dell'analisi di bilancio per la costruzione di modelli di scoring, ossia quei modelli di previsione del default basati su strumenti statistico-quantitativi.

### 3.1 COS'È IL RATING

Il rating è un giudizio sintetico sulla capacità di un debitore di onorare tempestivamente e integralmente le obbligazioni contratte, in base ad un'analisi che riguarda la struttura patrimoniale, finanziaria ed operativa.

Esistono due diverse tipologie di giudizio:

- Rating del debitore, che riguarda un giudizio sulla complessiva solvibilità del debitore circa la sua affidabilità economica – finanziaria;
- Rating del debito, ossia un giudizio sulla rischiosità creditizia di una specifica emissione di debito, indipendentemente dalle condizioni dell'emittente.

Il giudizio di rating si basa sul concetto della probabilità di default dell'azienda, ovvero sul suo stato di salute e sulla probabilità che essa fallisca; più l'azienda ha criticità e più sarà alta la probabilità che l'evento negativo si verifichi.

Ai fini del rating, l'analisi per indici rappresenta una fase di un processo ancora più ampio e complesso, nel quale l'indagine sui conti dell'impresa viene combinata con ulteriori elementi di valutazione, di natura quantitativa e qualitativa, provenienti da differenti fonti. Quando si parla di analisi quantitativa, si fa riferimento ad un'analisi discriminante multivariata con cui si separano le aziende sane dalle altre e il metodo più utilizzato è quello

dello scoring di bilancio, ossia una metodologia automatizzata di trattamento dei dati di bilancio di un'impresa.

Per ottenere tale score bisogna eseguire una serie di fasi operative:

- Identificazione di variabili rappresentative dello stato di salute economico-finanziaria dell'impresa;
- Individuazione di un gruppo di indici di bilancio in grado di tradurre in termini quantitativi tali variabili;
- Fissazione di coefficienti di ponderazione, ovvero il peso relativo da assegnare a ciascun indice selezionato;
- Costruzione di una scala graduata che, in base a determinati dati, associ a ciascun intervallo di valori che potrebbero essere assunti dallo score da calcolare per la singola impresa, il relativo giudizio sulla solvibilità della stessa;
- Calcolo dello score di bilancio dell'azienda sommando i valori assunti da ciascun indice, moltiplicati per il relativo coefficiente di ponderazione.

Tale metodo presenta sia pregi che difetti:

- È una procedura automatizzata e quindi una volta predisposto il modello è di facile e veloce applicazione, ma allo stesso tempo ciò potrebbe portare ad un rischio di applicazione meccanica e superficiale;
- È dato da una base di confronto di tipo statistico che fornisce solidità al modello dal punto di vista scientifico, ma che non tiene conto delle peculiarità del soggetto esaminato;
- Si basa su una procedura codificata, ovvero i dati che si ottengono sono caratterizzati da oggettività;

- È una procedura documentabile, che offre elevate garanzie di trasparenza al soggetto esaminato;
- È un metodo che fornisce un risultato di tipo numerico, quindi utilizzabile per successive elaborazioni.

Un difetto generale è che il valore dello score è funzione delle scelte effettuate in sede di costruzione del modello e quindi una volta fissati i parametri c'è un certo grado di rigidità che non può essere cambiato, e in più c'è il rischio che diversi modelli di scoring possano esprimere giudizi differenti per il medesimo soggetto esaminato.

### **3.2 AGENZIE DI RATING**

Le agenzie di rating sono società indipendenti specializzate nel fornire un giudizio sul merito creditizio di un emittente o di un titolo, giudizio che risulta valido solo se l'agenzia ha determinati requisiti. Le caratteristiche richieste sono:

- Indipendenza dell'agenzia, in quanto deve fornire garanzie di imparzialità;
- Credibilità dell'agenzia, cioè deve essere dotata di una struttura organizzativa e di risorse adeguate all'esercizio dell'attività;
- Tutela della riservatezza, nella gestione delle informazioni raccolte presso la clientela;
- Obiettività della metodologia applicata, che deve essere rigorosa, sistematica e convalidata sulla base dell'esperienza storica;
- Pubblicità della metodologia applicata o almeno dei principali aspetti relativi alle tecniche utilizzate per l'elaborazione delle valutazioni.

Le agenzie operano in regime quasi monopolistico e quelle già operanti nel settore hanno un forte potere di mercato, portando così difficoltà a tutte quelle che vi vogliono subentrare e impedendo loro di acquisire una fetta di mercato consistente. Anche se la

Commissione di Basilea segnala l'esistenza di 150 agenzie di rating in tutto il mondo, di fatto il mercato è caratterizzato dal dominio di poche agenzie, ovvero Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Proprio perché la loro operatività di mercato è molto ampia, vengono denominate anche agenzie globali.

Tali agenzie devono seguire determinate fasi di un processo per poter emettere un giudizio:

1. Analisi macroeconomica, in merito alla situazione economica e politica del Paese. Deve essere considerata infatti la possibilità che il Governo intervenga a garantire l'esposizione debitoria dell'impresa, ovviamente il supporto sarà maggiore verso le società di interesse nazionale;
2. Analisi di rischio e di regolamentazione, in merito all'attività prevalente e dei settori di operatività. Per quanto riguarda i rischi si prendono in considerazione sia minacce che opportunità, mentre in ambito di regolamentazione si fa riferimento al fatto che alcuni settori possono essere influenzati dalla normativa vigente che è sottoposta a continui cambiamenti;
3. Analisi di posizione concorrenziale e quota di mercato, attraverso una valutazione delle capacità di resistenza alla variabilità dei cicli economici e alle fasi negative;
4. Analisi quantitativa, mediante una valutazione dei dati di bilancio consuntivi e previsionali, al fine di esaminare la capacità passata e prospettica di produrre redditività e liquidità, il grado di indebitamento e la struttura finanziaria;
5. Analisi andamentale, che si sostanzia nella valutazione delle capacità passate dell'azienda di ripagare puntualmente i debiti contratti. Ciò si dimostra tramite la Centrale Rischi, una banca dati a cui tutti gli istituti di credito hanno accesso, per capire lo storico dell'impresa. Nel caso in cui si avesse un feedback negativo, la banca

non può erogare il finanziamento, a pena di sanzioni dalla Banca d'Italia o dalla Banca Centrale europea;

6. Analisi della flessibilità finanziaria sulla base di diversi scenari economici, consiste in una stima della capacità di riuscire a mantenere un'adeguata stabilità finanziaria anche in condizioni avverse di mercato;
7. Analisi qualitativa, attraverso una valutazione di informazioni complementari di natura strettamente qualitativa come le caratteristiche del management, la presenza di piani strategici di medio-lungo termine, l'attitudine al rischio e tante altre;
8. Elaborazione e formulazione del giudizio di rating, espressione del giudizio di sintesi sull'affidabilità del debitore. Tale fase presuppone un'analisi dettagliata e il giudizio viene emesso utilizzando una scala graduata alfanumerica;
9. Revisione del giudizio di rating, che si concentra su un'attività periodica di monitoraggio, finalizzata all'aggiornamento del giudizio di rating. Nel momento in cui si ha un giudizio negativo per l'azienda quotata, essa potrebbe subire il crollo del valore del proprio titolo in Borsa, mentre se tale valutazione negativa riguarda uno Stato, esso, per indebitarsi, dovrà pagare un tasso di interesse maggiore.

In qualunque circostanza il rating deve essere ricalcolato periodicamente o, almeno, ogni volta che il soggetto finanziatore viene in possesso di informazioni, tali da fargli ritenere che il merito creditizio di quello specifico debitore sia cambiato.

Esistono delle problematiche in ambito dell'operatività di tali agenzie, che riguardano:

- Il meccanismo di reputazione, che fa riferimento al fatto che le agenzie per operare devono raccogliere informazioni, sostenendo così un costo, ma, allo stesso tempo, tramite questo investimento, accumulano capitale di reputazione. Tuttavia, c'è il rischio che, una volta consolidato questo capitale, le agenzie potrebbero ridurre l'investimento nella raccolta e nell'analisi delle informazioni, per poter ridurre i propri

costi, al di sotto del livello ottimale corrispondente ad una determinata reputazione. Proprio perché le agenzie quando emettono un rating, mettono in gioco la loro reputazione, una perdita di quest'ultima potrebbe comportare un sottoinvestimento da parte degli utenti;

- Licenze regolamentari: si suppone che i rating siano in grado di fornire informazioni sulla qualità degli strumenti ai quali il rating è attribuito; il fatto che gli emittenti sono disposti a pagare per avere il rating e gli investitori sono disposti ad accettare tassi di interesse più bassi a fronte di livelli di rating più elevati, fa capire che le agenzie forniscono preziose informazioni. Studiosi sostengono che i rating servano solo ad ottenere un trattamento regolamentare di favore, risultando indispensabili per poter raccogliere fondi sui mercati finanziari, portando così le agenzie a diventare dei soggetti che riscuotono una tassa di accesso in tali mercati. I medesimi studiosi, quindi, ritengono che gli enormi profitti delle agenzie di rating sono dovuti alla vendita di queste licenze regolamentari;
- Profezie autorealizzanti: si creano dei problemi nel momento in cui il rating viene revisionato in quanto, quando l'agenzia procede con il declassamento di un emittente, questo va in default e ciò potrebbe essere causato proprio dall'agenzia stessa, proprio per questo motivo. Visto che hanno così tanta influenza sulle condizioni alle quali le imprese possono ottenere i finanziamenti, le decisioni delle agenzie possono essere autorealizzanti;
- Rating non richiesti. I giudizi di rating hanno un ruolo molto importante nei mercati caratterizzati dalla scarsa disponibilità di informazioni, soprattutto quelli relativi ad entità che non hanno richiesto il rating. Il fatto che un rating sia emesso senza una specifica richiesta solleva dubbi sull'integrità del processo di attribuzione del giudizio e sul potenziale conflitto di interessi; ciò potrebbe verificarsi nel momento in cui

l'agenzia sia incentivata ad emettere un giudizio non favorevole, per poter poi indurre quell'impresa a richiedere ufficialmente il rating e pagarne le commissioni.

### 3.3 RATING ASSEGNATO DALLA BANCA

Quando l'azienda chiede un finanziamento, la banca è obbligata ad assegnare un rating prima di offrirgli la somma richiesta. È in questo panorama che viene applicata la normativa vigente elaborata mediante gli Accordi di Basilea, linee guida in materie di requisiti patrimoniali delle banche, redatte dal Comitato di Basilea allo scopo di mantenere la stabilità monetaria e finanziaria.

A seguito della prima revisione ufficiale dell'accordo, si passa a Basilea 2 e si introducono le ponderazioni per il rating, per tenere conto della rischiosità dei singoli soggetti che vengono finanziati.

Esistono due approcci di rating:

- L'approccio standard, che prevede l'uso di rating esterni emessi dalle principali agenzie di rating. Con questo approccio è onere dell'impresa farsi produrre un giudizio dall'agenzia e portarlo alla banca per ricevere il finanziamento;

Esposizioni	Ponderazioni per il rischio					
	Standard & Poor's	da AAA ad AA <sub>1</sub>	da A+ ad A-	da BBB+ a BBB-	da BB+ a B-	< B-
Moody's	da Aaa ad Aa <sub>3</sub>	da A1 ad A3	da Baa1 ad Baa3	da Ba1 ad Ba3	< B3	Unrated
Enti Sovrani	0%	20%	50%	100%	150%	100%
Banche	20%	50%	100%	100%	150%	100%
Imprese private	20%	50%	100%	100%	150%	100%
Verso retail e small business (volume affari <5 mln euro) e prestito inferiore a 1 mln euro	75%					

- L'approccio per internal rating, invece, è un metodo che viene utilizzato da banche dotate di sistemi informativi e di procedure di controllo idonee secondo la valutazione dell'Autorità di vigilanza. Tale approccio si basa sull'analisi delle perdite attese e perdite inattese. La prima è la perdita che la banca prevede di sostenere, la cui misurazione comporta la stima del valore calcolato dall'esposizione creditizia, della percentuale di perdita basata sulle serie storiche di perdite per prodotti della stessa categoria e della probabilità di insolvenza nei prossimi 12 mesi. Diversamente, la perdita inattesa è qualcosa che la banca non si aspetta e misura il grado di variabilità del tasso di perdita attorno al proprio valore atteso; inoltre essa misura anche il rischio che la perdita si dimostri superiore a quella inizialmente stimata.

L'accordo di Basilea 2 ha introdotto uno dei più importanti requisiti che la banca deve avere per poter operare in questo ambito, ovvero avere un patrimonio minimo obbligatorio, chiamato anche patrimonio di vigilanza, il quale deve essere in linea con l'assunzione del rischio; più patrimonio si ha e meglio è per coprire eventuali perdite che si possono verificare in futuro; se il rischio aumenta, la banca deve cercare di aumentare il proprio patrimonio, cercando di avere aziende con un rating positivo.

Come conseguenza dell'introduzione di tale requisito, è stato individuato l'indice di solvibilità che deve essere almeno pari al 8%, ed è dato da:

$$\text{indice di solvibilità} = \text{patrimonio di vigilanza} / \text{attività ponderate per il rischio}$$

Tale indice limita l'espansione dell'attivo bancario portando difficoltà per le aziende a ricevere finanziamenti. Analizzando le parti che compongono tale indicatore, al numeratore abbiamo il patrimonio di vigilanza che si ottiene aggiungendo al patrimonio base il patrimonio supplementare e sottraendo gli elementi da dedurre. Al denominatore invece abbiamo le attività ponderate per il rischio, attività che vengono considerate in base alla

propria rischiosità e non semplicemente in relazione al loro valore assoluto nell'ambito dell'attivo bancario. In tali attività vanno considerati:

- Rischio di credito, ovvero la possibile inadempienza agli obblighi contrattuali da parte delle controparti finanziate;
- Rischio di mercato, ossia la possibilità per la banca di subire perdite connesse alla variazione dei prezzi delle attività finanziarie intermedie;
- Rischio operativo, ossia la possibilità per la banca di subire perdite per errori commessi nella gestione o a causa dell'inadeguatezza delle procedure e dei sistemi di controllo adottati o per effetto di eventi esterni avversi.

Nel momento in cui si emette il giudizio, la banca deve prima considerare diverse variabili come:

- La probabilità di inadempienza, ovvero la probabilità che il soggetto finanziato non risulti in grado di far fronte integralmente, entro un periodo di tempo prestabilito, all'obbligo di restituire la somma erogata dalla banca;
- La perdita in caso di insolvenza, ovvero la percentuale di perdita, rispetto alla somma erogata, che la banca presume di registrare in caso di inadempienza da parte del debitore;
- L'esposizione al momento dell'inadempienza, ossia l'importo dell'esposizione del debitore nei confronti della banca finanziatrice, al momento in cui si verifica l'inadempienza;
- La durata effettiva.

## BIBLIOGRAFIA

G.Paolucci, *Analisi di bilancio e finanziaria. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, 2021

M.Allegrini – S. Ferramosca, *Analisi di bilancio. La riclassificazione e l'interpretazione dello stato patrimoniale e del conto economico*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022

G.Ferri – P.Lacitignola, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Bologna, 2009

L.Nadotti – C.Porzio – D.Previati, *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill, Milano 2017

F. Bartolini, *Codice civile e leggi complementari*, La Tribuna, Piacenza 2021