

**IL RATING AZIENDALE
PRINCIPI E PROFILI METODOLOGICI**

Giuseppe BRUNI

EVOLUZIONE



IL RATING AZIENDALE PRINCIPI E PROFILI METODOLOGICI

Giuseppe BRUNI

P

REFAZIONE

La crescente attenzione per il *rating* aziendale è la dimostrazione evidente dell'interesse suscitato nel mondo dell'economia, della finanza e, non ultimo, delle imprese per l'attuazione, ormai prossima, degli accordi di "BASEL 2", accordi mirati a definire una nuova regolamentazione del sistema bancario internazionale.

Va infatti ricordato come, già nelle prime intese raggiunte dai Governatori delle dieci Banche centrali – tra cui l'Italia – venisse perseguito l'intento congiunto di:

1. assicurare la stabilità del sistema bancario internazionale, scosso, tra gli anni '80 e '90, un po' ovunque nel mondo, da eventi critici che hanno portato anche alla liquidazione di alcuni istituti di credito. In Italia, fortunatamente, grazie anche

alle garanzie di cui dispone il nostro sistema, non vi sono state conseguenze a danno dei risparmiatori, mentre all'estero non è avvenuto altrettanto;

2. accrescere la concorrenzialità tra le banche migliorando la prestazione dei servizi e la trasparenza delle informazioni nei confronti del pubblico;

3. migliorare la qualità del credito e, più in generale, del portafoglio finanziario delle banche, selezionando la clientela, le imprese in particolare, sulla base del merito di affidabilità attribuibile con procedure, interne od esterne, di *rating*.

Tutto questo va sommato all'esigenza, conclamata, di assegnare un nuovo ordine al sistema finanziario internazionale, a sua volta e di recente, visibilmente scosso da eventi – magari episodici, ma altamente significativi – che hanno segnato le sorti di risparmiatori, forse troppo incautamente avven-

Il rating aziendale.
Principi e profili
metodologici



turatisi nell'acquisto di titoli speculativi e nei loro derivati, suggestionati da elevati rendimenti, senza disporre di adeguate competenze, assistenza e, verosimilmente, consapevolezza dei rischi affrontati.

Occorrono sicuramente controlli severi da parte degli organi di vigilanza preposti alle Borse valori e alla sorveglianza dei mercati finanziari, con meno formalismi, ma concretamente incidenti sul merito di credito da concedersi alle emissioni al pubblico dei titoli di capitale e di debito.

È altrettanto necessario il rafforzamento di tutto il sistema dei controlli effettuati sugli enti emittenti, a cominciare da quelli istituzionali spettanti agli organi preposti alla vigilanza delle Società quotate in Borsa, fino a comprendere le responsabilità dei Collegi sindacali, delle Società di revisione, dei Revisori interni. Occorre, in ultima analisi, pretendere migliore qualità e rigore nell'amministrazione e nei sistemi informativi e, non ultimo, la correttezza, la veridicità e la trasparenza dei Bilanci delle imprese.

Un'ulteriore minaccia alla credibilità delle imprese viene anche dall'eccesso di finanziarizzazione tale, non di rado, da snaturare la funzione propria del creare ricchezza reale, cioè aggiungere valore economico non meramente speculativo.

La finanza è l'interfaccia, lo specchio, se si preferisce, dell'economia e una sana gestione finanziaria può sicuramente contribuire all'equilibrio organico e funzionale dell'impresa.

Tuttavia il frequente ricorso alla finanza straordinaria, intesa quale strumento per la conquista del potere nella *governance* societaria, potrà anche risultare apportatore di benefici personali, ma è altrettanto vero che l'eccesso di indebitamento (specie se corrisposto a fronte di *assets* immateriali che potrebbero dissolversi di fronte a un serio *impairment test*), conduce inevitabilmente a situazioni di alto profilo di rischio sul quale il *rating* dovrebbe soffermarsi attentamente.

Resta comunque da considerare la rilevanza del rapporto tra banche e

G. BRUNI



imprese, rispetto alle quali è fondamentale l'acquisizione di un giudizio professionale indipendente esterno o, in alternativa, anche interno, purché sempre debitamente qualificato, ad esprimere il giudizio nel merito creditizio da assegnare alle singole aziende affidate.

Il presente saggio si propone quindi di illustrare, in brevi tratti, le procedure dell'analisi aziendale, strategica e di bilancio, definendo i parametri e le metodologie da adottarsi propeuticamente alla formazione del giudizio di merito creditizio.

Quale ultima osservazione in premessa, serve sottolineare come le procedure di *rating* possano essere praticate dall'interno stesso delle imprese affidate che andrebbero così a disporre di una capacità autodiagnostica estremamente utile, oltre che per saggiare l'efficienza e l'efficacia dei controlli interni amministrativi, per stimolare la sensibilità all'analisi strategica, funzione, questa, di fondamentale supporto alla Direzione aziendale.

L'AMBITO APPLICATIVO DEL RATING

Il *rating* è un giudizio di merito fondato e graduato sulla valutazione delle condizioni generali, attuali e prospettive, dell'equilibrio patrimoniale, economico e finanziario aziendale (dell'impresa in ispecie).

Detto giudizio incide sul livello di affidabilità ovvero della fiducia che può essere accordata nell'apprezzare la possibilità e la capacità della *governance* aziendale di orientare la strategia al conseguimento degli obiettivi di missione.

Così come definito, il *rating* riguarda precipuamente l'universo delle aziende che sono imprese, sia quelle a carattere personale, sia quelle espresse nelle forme delle società commerciali di ogni tipo, specie e dimensione.

Ciò detto, occorre osservare che il *rating* può riferirsi anche ad altri enti privati (cooperative, associazioni, fondazioni), come alle stesse pubbliche amministrazioni (a partire dallo Stato, agli Enti locali, ospedali, università, ecc.).

Il rating aziendale.
Principi e profili
metodologici

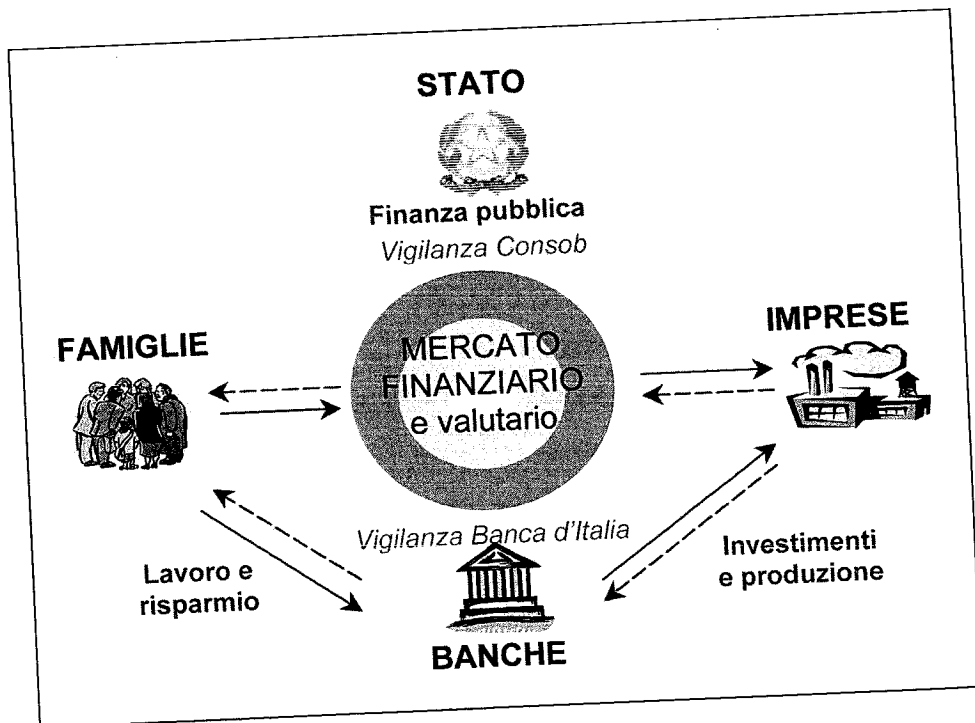
La peculiare finalità del *rating* è ravvisabile, pertanto, nell'esigenza di voler assicurare, in piena trasparenza, un giudizio professionale di merito aziendale che possa rappresentarsi quale obiettivo riferimento (tanto più se reso in modo indipendente) per ogni categoria di soggetti legittimati alla tutela dei rispettivi interessi.

Per l'universo delle aziende imprese e, in ispecie, per le cosiddette *public company*, ad azionariato diffuso, il ra-

ting coinvolge, più particolarmente, gli interessi degli azionisti, degli obbligazionisti e dei terzi creditori, finanziari e commerciali, in genere.

È possibile tuttavia che, in taluni casi (come per le imprese che operano su appalti o su commesse o che eseguono forniture di beni con la formula del *just in time*), il *rating* venga ad appuntarsi sulla capacità dell'impresa di assolvere alle obbligazioni contrattuali del fare, piuttosto che a quelle di carattere finanziario.

G BRUNI





Anzi, al contrario, onde assicurare l'adempimento delle prestazioni richieste, dette imprese sono chiamate a riconoscere ai committenti adeguate garanzie fideiussorie dovendo peraltro essere in grado di dimostrare, oltre le capacità produttive, la propria solidità finanziaria.

È comunque indubitato che per qualsivoglia tipo di azienda o impresa, privata o pubblica, che va ad assumere obbligazioni finanziarie, il *rating* si pone quale presidio e/o limite alla fiducia che può essere accordata dai creditori al soggetto debitore.

Resta, inoltre, da considerare che il mercato finanziario, assieme a quello del credito bancario, intermediano la quasi totalità dei flussi di capitali che provengono direttamente dal risparmio o, indirettamente, tramite gli investitori istituzionali, per soddisfare i fabbisogni delle imprese, altrettanto dello Stato o di altri soggetti.

Ben si comprende, quindi, l'estrema rilevanza sociale dell'istituto del *rating*.

IL RATING NELL'ATTUALITÀ DEGLI ACCORDI DI BASILEA 2

Il cosiddetto "Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria" è stato fondato da un Gruppo di 10 governatori di banche centrali, tra cui l'Italia, gli USA, il Giappone ed altri Paesi europei.

Attualmente partecipano al Comitato le autorità di vigilanza di 45 Paesi. Il Comitato non legifera ma formula linee guida generalmente accettate come vincolanti da oltre 100 nazioni.

Il primo accordo, del 1988, stipulato nel contesto storico di una congiuntura economica particolarmente critica, mirava al duplice scopo:

- della *stabilità* del sistema bancario internazionale, mediante il rafforzamento della base patrimoniale delle aziende di credito;
- dell'accrescimento della *concorrenzialità* tra le banche, riducendo le disuguaglianze competitive a causa prima delle regolamentazioni nazionali non omogenee.

Per il nuovo accordo, cosiddetto BASILEA 2, avviato nel 1999 e definito

Il rating aziendale.
Principi e profili
metodologici



nel 2003, è prevista l'attuazione nel 2006.

L'accordo ha per oggetto i requisiti patrimoniali minimi che le banche debbono possedere, onde esercitare in modo efficiente e prudente l'attività creditizia.

Occorre ricordare che il capitale proprio costituisce lo strumento principale al fine di assicurare la solvibilità delle banche stesse.

Ne consegue che il capitale deve essere allineato al complessivo profilo di rischio che la banca assume nei confronti dei propri clienti, in misura tale da assorbire le perdite che potrebbero verificarsi, impedendo alla banca stessa di proseguire il normale svolgersi della propria attività.

È noto infatti che una dotazione di capitale inadeguata, in presenza di significative perdite di gestione, può causare la crisi della banca con tutte le estreme conseguenze possibili.

Tuttavia, va notato come, nel nostro Paese, anche laddove situazioni di crisi sono intervenute significativamente, le stesse non hanno portato

conseguenze per i depositanti, grazie agli interventi dei fondi di garanzia, oltre a provvedimenti di ristrutturazione, così come storicamente dimostrato.

Può essere opportuno ancora richiamare, così come indicato dalla Banca d'Italia:

1. l'obiettivo *microeconomico* di assicurare la solidità delle banche richiedendo un ammontare di capitale adeguato al complessivo livello dei rischi assunto (requisito patrimoniale minimo);
2. l'obiettivo *macroeconomico* di concorrere, con banche più solide e più attente ai rischi, alla stabilità dei sistemi finanziari, e quindi contribuire allo sviluppo dell'economia.

Ritornando a BASILEA 2, si ricordano brevemente i tre elementi fondamentali (convenzionalmente definiti pilastri) sui quali è incentrata la revisione della normativa stabilita con il nuovo accordo:

- primo pilastro: rappresentato dalla definizione del patrimonio minimo necessario per fronteggiare tre or-



dini di rischi: di credito, di mercato e operativo;

- secondo pilastro: contempla la possibilità da parte dell'Autorità di vigilanza, di valutare, preventivamente, l'adeguatezza del capitale proprio anche rispetto al montante dei rischi;
- terzo pilastro: riguarda l'informativa obbligatoria e periodica al mercato relativamente al capitale e alla concentrazione dei rischi bancari.

Si ricorda ancora, per quanto riguarda il requisito patrimoniale minimo delle banche, che già in BASILEA 1 lo stesso veniva stabilito nella misura dell'8%, inteso quale rapporto tra il cosiddetto patrimonio di vigilanza e le attività di bilancio ponderate in base ai rischi: di *credito* proprio dell'esercizio bancario o di insolvenza (*default*) dei debitori, di *mercato*, indotto dalla variabilità di valore degli strumenti finanziari ed, infine, quello *operativo* (a fronte di sanzioni, errori, frodi, ecc.). La formula di sintesi è la seguente:

$$\text{Capitale bancario minimo} = \frac{\text{patrimonio di vigilanza}}{\text{attività ponderate}} \geq 8\%$$

IL RATING ESTERNO ED INTERNO

Per la valutazione del merito di credito è previsto il ricorso al giudizio professionale indipendente esterno emanato da apposite agenzie di *rating*. Detto ricorso privilegia le esposizioni più rilevanti nei riguardi di governi, enti pubblici, altre banche e imprese di grandi dimensioni.

Tra le agenzie di *corporate rating* più note, quelle che possono vantare una lunga tradizione di esperienza internazionale, si citano la *Moody's*, la *Standard&Poor's* e la *Fitch's* (è menzionabile anche la A.M. Best, specializzata nel settore assicurativo).

Quanto agli aspetti metodologici, va ricordato come le agenzie di *rating* utilizzino, per le proprie valutazioni di merito, analisi sia qualitative che quantitative, al fine di apprezzare il rischio finanziario rispetto alle società emittenti titoli di capitale e/o di debito.

L'analisi riguarda, normalmente, un pe-

Il rating aziendale.
Principi e profili
metodologici



riodo di almeno 5 anni di andamento storico, relativamente ai dati di bilancio, oltre alla previsione delle *performance* future, definite sulla base di progetti e/o piani industriali pluriennali.

In aggiunta a ciò, l'analisi sensitiva prospettica viene sviluppata nell'ambito degli scenari entro i quali l'azienda presa in esame opera pur considerando la flessibilità e l'abilità di adattamento ai cambiamenti in atto.

Al riguardo del *rating* interno occorre ricordare che, per compito istituzionale, la banca è chiamata a svolgere il classico ruolo di intermediazione tra la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito alle imprese.

Si tratta di un ruolo, tuttora fondamentale, per lo sviluppo delle imprese, specie se riferito a quelle di piccole e medie dimensioni, non abilitate, in genere, ad accedere direttamente ai mercati finanziari per il collocamento dei titoli di capitale e/o di debito.

Il rapporto con la banca è, pertanto, connaturato all'esigenza delle imprese di ottenere finanziamenti strutturati, quantitativamente e qualitativamente,

in modo da corrispondere adeguatamente, pur con una certa elasticità, alla copertura del fabbisogno finanziario residuale dall'autofinanziamento.

Occorre, ulteriormente, osservare come l'affidabilità, ovvero il merito creditizio, concedibile all'impresa dipende, essenzialmente, da tre ordini di circostanze, tutte da accertare puntualmente su base analitica, documentata e riscontrabile:

- la capacità reddituale e di autofinanziamento;
- le condizioni strutturali di equilibrio patrimoniale-finanziario;
- le prospettive economiche dello sviluppo e i connessi rischi, endogeni ed esogeni.

Ciò premesso, il nuovo regolamento di BASILEA 2 – relativamente al computo del capitale minimo delle banche a presidio degli assets di bilancio – prevede, in alternativa al ricorso professionale prestato dalle agenzie di *rating*, l'impiego di valutazioni quantitative interne alle banche stesse, effettuate secondo i criteri regolamentati dal cosiddetto *Internal rating based system*.



Il modello proposto contempla un computo analitico basato su una matrice dei rischi di credito, come di seguito rappresentata in via meramente esemplificativa:

Ovviamente, oltre che per la natura del portafoglio crediti affidato alla clientela, il rischio dipende dallo *status* economico-patrimoniale, finanziario dei debitori e considerando le ga-

MATRICE DEI RISCHI DI CREDITO

ESPOSIZIONI	PORTAFOGLIO				Totali
	Enti pubblici	Banche	Grandi imprese	P.M. imprese	
Incagli Sofferenze Altre anomalie					
Totale (a)					
Perdite nette (b)					
Esposizione residua (c = a - b)					
Esposizione in bonis (d)					
Totali					

Il rating aziendale.
Principi e profili
metodologici

Per quel che riguarda la matrice delle esposizioni nelle diverse attività ponderabili a misura del rischio di solvibilità opportunamente stimato, conviene qualche breve nota di chiarimento metodologico.

Sull'asse orizzontale (Portafoglio) vengono indicati, per categorie, i soggetti (enti o imprese) a cui viene accordato il credito bancario nelle varie forme tecniche (dall'elasticità di cassa, allo smobilizzo di foglio commerciale, a finanziamenti strutturati a medio termine, e così via).

ranzie collaterali che essi sono in grado di offrire.

Sull'asse verticale (Esposizioni) viene riportato il portafoglio riclassificato in base alla attribuzione delle probabilità di insolvenza per le partite anomale (incagliate o in sofferenza), delle perdite nette, dell'esposizione alle inadempienze e, infine, della scadenza residua. L'esposizione per crediti in *bonis* riconcilia il totale del portafoglio.

L'assenza o l'irrelevanza dei fattori di rischio può comunque dare luogo,



per le partite cosiddette in *bonis*, ad una stima statistica, probabilistica, cautelativa per le perdite eventuali, così come, del resto, già contemplato nella prassi bancaria.

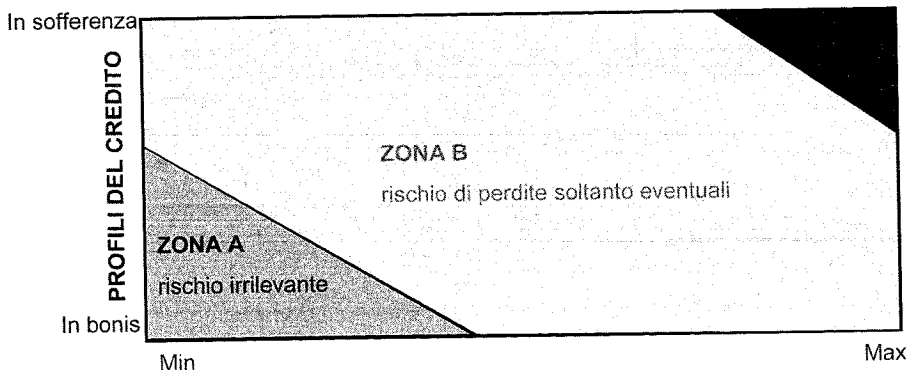
Al fine di identificare, più dettagliatamente, il rischio di credito e la stima di perdite nei confronti dei soggetti affidati indipendentemente dalla natura dei soggetti stessi (pubblici, privati, imprese, ecc.), risultando evidentemente non praticabile un monitoraggio continuo ed analitico, una procedura di riscontro, praticabile in termini e modalità relativamente agevo-

li, può avvalersi di una tavola analitica dei rischi di credito.

Pensando infatti ad una banca che abbia diverse decine, se non centinaia, di migliaia di clienti esposti al rischio di credito per valori diversi degli affidamenti (tra un minimo e un massimo) e per profili diversi del credito (da in *bonis* a in sofferenza), è possibile costruire una tavola analitica sulla base della quale rilevare le posizioni a rischio sulle quali procedere alla stima del grado di insolvenza e delle perdite potenziali o di quelle già sofferte.

G. BRUNI

TAVOLA ANALITICA DEI RISCHI DI CREDITO



Stima delle perdite

ZONA A. statistica/su base storica

ZONA B. analitica su campione statistico

ZONA C. analitica (considerando gli interessi moratori, le garanzie e attualizzando gli effetti dei tempi di recupero)



La stima delle partite per la ZONA A può essere effettuata su base storica statistica e, verosimilmente, con indici di perdite molto bassi o addirittura trascurabili, proprio perché di tratta di appostazioni di credito che sono singolarmente sia di modesto valore sia di scarso o nullo profilo di rischio.

Certamente più interessante, dal punto di vista dei controlli gestionali e per i riflessi sul *rating*, è la vasta area costituita dalla ZONA B, nella quale, in situazione di rischio fisiologico, di perdite soltanto eventuali, è possibile riscontrare la massa largamente preponderante degli affidamenti. Diversamente, una significativa concentrazione di valore dell'esposizione, potrebbe essere maggiormente presente nella ZONA C dove si concentrano, oltre che per il valore stesso, i crediti con più alto profilo di rischio.

Questa distinta caratterizzazione delle tre aree comporta che, proprio per la numerosità delle partite situate nella ZONA B, i controlli e le stime debbono essere effettuati in modo analitico sulla base di un campionamento

statistico, stratificato o comunque idoneo ad essere rappresentativo dell'intera popolazione. Ciò al fine di poter estendere, dal campione all'universo, la deduzione di un coefficiente indistinto per rischio di perdite soltanto eventuali da iscriversi in Bilancio quale posta forfettaria che, sommata alla stima puramente statistica della ZONA A, va a costituire un congruo presidio per le aree di credito suddette.

La ZONA C, considerata a rischio elevato sia per la rilevanza degli importi e sia per il livello conclamato di forte anomalia o addirittura di sofferenza dei crediti con perdite già manifeste, richiede una verifica analitica, sistematica e costante nel tempo, non limitata al semplice monitoraggio, bensì ottenuta valutando singolarmente ogni esposizione e considerando tutti i fattori accessori (dagli interessi moratori, all'attualizzazione rispetto ai tempi di recupero dei crediti, alle modalità e ai tempi di escussione delle eventuali garanzie, ecc.) al fine di poter assegnare la stima delle rettifiche di valore da apportare per ciascuna

Il rating aziendale
Principi e profili
metodologici

delle partite a credito e al loro ammontare complessivo.

L'ANALISI AZIENDALE, STRATEGICA E DI BILANCIO, PROPEDEUTICA AL RATING.

ANALISI STRATEGICA

L'analisi aziendale è un'attività complessa che viene riguardata e condotta sotto vari profili di cui quello strategico è basilare.

L'elaborato conclusivo dell'analisi strategica, riprodotto in uno speciale report, può essere così compendiato:

- 1) ideazione, origini e tracce storiche (una sorta di anamnesi) dell'impresa;
- 2) *Corporate Governance* (ordinamento societario, imprenditorialità e managerialità);
- 3) tratti evolutivi e di interazione della struttura e della strategia (di *corporate*, di *business* ed, eventualmente, *by segment*);
- 4) politiche e *performances* produttive e commerciali nell'arco di un trascorso pluriennale o comunque della più recente fase di sviluppo;

5) progetti e piani strategici industriali, di investimento, di finanza straordinaria, per acquisizioni, fusioni, scissioni, concentrazioni, scorpori, LBO, etc.;

6) fattori critici di successo, posizionamento sul mercato e, rispetto ai concorrenti, differenziali competitivi, oneri e benefici;

7) rischi ambientali e di mercato, rischi endogeni propri dell'impresa.

Scopo dell'elaborato e dei vari *dossier* che lo integrano vuole essere quello di pervenire a una rappresentazione sinottica, ma essenziale: il quadro fedele dei tratti fondamentali e caratteristici per ogni azienda di cui si intende soppesare il merito creditizio, ovvero, in termini più ampi, la sua solidità strutturale e l'affidabilità gestionale. Chiaramente, pur nell'essenzialità di contenuti del *report*, non potranno essere trascurati altri aspetti fondamentali, iniziando con l'apprezzare, nella *governance*, la qualità professionale e morale e nel *management*, l'abilità strategica e la coerenza nelle politiche aziendali perseguite.

Occorrerà quindi provvedere all'analisi

G. BRUNI



si delle performances gestionali, individuando i fattori critici di successo e i rischi inerenti, anche e soprattutto, in presenza di recenti o prossimi sviluppi segnati da operazioni finanziarie e/o societarie straordinarie.

ANALISI DEI BILANCI E DEI PIANI

L'analisi quantitativa, propriamente detta, si basa, a sua volta, sul sistema informativo-contabile e quindi, più in particolare, sull'utilizzazione dei bilanci, dei *report* di contabilità analitica e dei documenti di pianificazione. Le informazioni segnaletiche, opportunamente elaborate, sono le seguenti:

- *ratios* ovvero indici segnaletici di bilancio (della situazione patrimoniale-finanziaria, della redditività, dell'autofinanziamento e, più in particolare, del *cash flow*);
- indicatori e proiezioni dello sviluppo pluriennale;
- *scorecard* dei rischi di valore – ponderazione del saggio di rischio;
- indicatori di profittabilità e di capitalizzazione del valore, raffronti con i cosiddetti multipli di mercato.

Segue la valutazione analitica-interpretativa (diagnostica e semiologica) ai fini del giudizio di affidabilità dell'impresa e quindi del merito creditizio simboleggiato nel *rating*.

Per quel che riguarda gli indici (*ratios*), nel richiamarne l'opportuna adozione ai fini dell'accrescimento, anche in termini comparativi, dell'attitudine segnaletica del bilancio di esercizio, riportiamo, in via esemplificativa, alcuni tra quelli più rilevanti:

Quozienti di sviluppo economico:

1. tasso annuale di incremento del capitale investito;
2. tasso annuale di incremento dei ricavi;
3. tasso annuale di incremento del reddito operativo lordo (*Earnings Before Interests, Tax, Depreciations and Amortizations*);
4. tasso annuale di incremento del reddito netto.

Quozienti strutturali patrimoniali:

1. attività correnti/attività immobilizzate (grado di disponibilità);
2. capitale circolante/ricavi (velocità di rotazione);

Il rating aziendale.
Principi e profili
metodologici



3. passività finanziarie nette/capitale netto (effetto leva);
4. capitale netto/attività immobilizzate (margine di struttura).

Quozienti economico-finanziari:

1. autofinanziamento (*cash flow*)/ricavi;
2. reddito operativo/ricavi (*Return On Sales – ROS*);
3. reddito operativo/capitale investito (*Return On Investments – ROI*);
4. reddito netto/capitale netto (*Return On Equity – ROE*).

Ove fosse disponibile un *report* di contabilità analitica per il controllo della gestione (*budget*), risulterebbe assai proficuo l'utilizzo dei dati relativi alla cosiddetta "leva reddituale" della gestione caratteristica dell'impresa; ciò al fine di evidenziare l'elasticità economica e i relativi effetti espansivi della profittabilità aziendale a parità di struttura (si ricorda l'effetto moltiplicatore della leva reddituale, corrispondente al rapporto tra il margine di contribuzione e il reddito operativo).

Specie per le grandi imprese, è inoltre essenziale comprendere quanto può

essere importante definirne il valore economico anche considerando attentamente l'incremento annuale della profittabilità tendenziale (*Economic Value Added – EVA*) e della sua consistenza patrimoniale (*a fair value*), congiuntamente alla ponderazione del saggio di rischio, che traduce la profittabilità nel valore dell'avviamento.

Giova inoltre richiamare l'esigenza di una circostanziata analisi dei processi del valore e, più in particolare, la valutazione dei fondamentali agenti di rischio:

- 1) rischio ambientale (economico e di mercato);
- 2) rischio di *Governance* (potere, imprenditorialità e managerialità);
- 3) rischio specifico del *Business* (strategico-competitivo);
- 4) rischio operativo (di efficienza nei mezzi e di efficacia nei risultati);
- 5) rischio di interesse (riflesso sul saggio medio ponderato, reale e figurativo, del capitale di debito e proprio, *Weighted Average Cost of Capital – WACC*).

Per le società quotate sussiste, infine, il



rischio apprezzabile della discordanza tra la capitalizzazione economica stimata su basi analitiche e la capitalizzazione finanziaria risultante dai listini di mercato, a causa della variabilità dei corsi nelle Borse valori per l'interferenza di fattori congiunturali e aleatori, ma, ancor più, per il manifestarsi di operazioni, di finanza e societarie, straordinarie il cui intreccio complesso, se non del tutto ermetico, potrebbe rendere incomprensibili gli scopi perseguiti.

È infine da sottolineare la rilevanza delle informazioni complementari di bilancio, sia di quelle riportate in nota integrativa sia e soprattutto di quelle indicate a corredo e commento nella relazione sulla gestione (*Management Discussion and Analysis - MD&A*).

L'ESPRESSIONE DEL GIUDIZIO DI MERITO

Il giudizio sul merito creditizio – corrispondente al *rating* sulla solvibilità dell'impresa e, se si vuole, quello, più ampio ancora, sulle condizioni generali, prospettiche, dell'equilibrio economi-

co, finanziario e patrimoniale – deve quindi seguire al processo diagnostico per esprimere il quale – ricordiamo – le fasi analitiche propedeutiche debbono risultare puntualmente eseguite con rigorosa correttezza e qualificata professionalità.

A quest'ultimo riguardo, ancorché le Agenzie di *rating* siano solite dichiarare di non dover assumere la responsabilità dei dati e delle informazioni ricevute, è da ritenersi che le stesse non possano esimersi dall'esperire un sindacato di merito circa la coerenza e plausibilità di quanto vanno ad esaminare e ad analizzare a fondamento del proprio giudizio.

Ciò premesso, le fasi analitiche propedeutiche rispetto alla formulazione del giudizio di merito possono essere considerate le seguenti:

- 1) derivazione dei dati originati da un sistema amministrativo e informativo-contabile sottoposto ad affidabili ed adeguate procedure di controllo interno (*internal auditing*) con la supervisione di altri organi di controllo (*sindaci, audit*

Il rating aziendale.
Principi e profili
metodologici



committee, revisori esterni, *authority*);

- 2) i bilanci debbono riportare il giudizio positivo della Società di Revisione o quello diversamente espresso e motivato (con rilievi, negativo, impossibilitato);
- 3) è quindi compito dell'analista finanziario procedere, secondo corrette metodologie, alla costruzione di *ratios* segnaletici della situazione e dell'andamento aziendale;
- 4) è la fase più delicata in quanto comporta, da un lato, una qualificata capacità professionale, interpretativa e diagnostica dei dati e delle informazioni acquisite, dall'altro, ove necessario od opportuno, il riscontro contestuale con la Direzione aziendale.

Da notare che la solvibilità dell'impresa dipende inoltre dai fattori di rischio esogeni (ambiente-mercato-concorrenza) e, almeno in parte, dalle eventuali garanzie, reali e personali, che possono supportare la valutazione del merito creditizio e, in definitiva, il *rating*. Il giudizio di affidabilità ovvero di me-

rito creditizio, traducibile nelle simbologie proprie del *rating*, viene ad essere basato sull'apprezzamento analitico dei parametri ovvero dei fondamentali requisiti, qualitativi e quantitativi, che caratterizzano il sistema dell'impresa. Solo così è possibile individuare le condizioni strutturali dell'equilibrio economico aziendale in una visione prospettica evolutiva e quindi – è bene rammentarlo – non esente dalle alee insopprimibili dell'incertezza del futuro.

Ciò comporta, in definitiva, che all'analisi quantitativa, più sopra riportata, dei fattori che concorrono a definire le proposizioni economiche della fisionomia strutturale dell'impresa si dia sempre opportuno complemento con un approccio diagnostico, di tipo qualitativo e semiologico, da effettuarsi sia tramite l'acquisizione di ulteriori informazioni assunte personalmente dai responsabili del *management*, sia ricorrendo ad altri elementi di indagine raccolti all'esterno per opportuni confronti, valutazioni, conferme, o anche dissensi dei convincimenti maturati.

G. BRUNI



In via meramente esemplificativa, si riporta il significato delle sigle convenzionali generalmente accettate dalle Agenzie di rating, nello stabilire il merito di credito assegnato ad un determinato portafoglio di attività finanziarie.

AAA: il portafoglio offre un'estrema protezione alle perdite per crediti insoluti

AA: il portafoglio offre una *assai forte* protezione alle perdite per crediti insoluti

A: il portafoglio offre una *forte* protezione alle perdite per crediti insoluti

BBB: il portafoglio offre un'adeguata protezione alle perdite per crediti insoluti

BB: il portafoglio offre una *certa* protezione alle perdite per crediti insoluti

B: il portafoglio presenta *vulnerabilità* alle perdite per crediti insoluti

C: il portafoglio è estremamente vulnerabile alle perdite per crediti insoluti

Plus (+); Minus (-)

Un'ultima annotazione riguarda gli ulteriori riflessi del *rating* per le imprese, specie quelle di piccole e medie dimensioni, che verranno assoggettate agli adempimenti di BASILEA 2.

È indubitato che si renderà necessario un impegno organizzativo, amministrativo ed anche economico non indifferente per ammodernare l'impianto dei sistemi contabili ed informatici. Ciò comporterà tuttavia, oltre allo stesso beneficio che il *rating* potrà recare direttamente sulla qualità, quantità e saggio di interesse del credito nell'ottenimento dei fidi bancari, ulteriori importanti ricadute, e in particolare:

- la prima, quella di poter disporre di una più sofisticata strumentazione e metodica analitica per il controllo direzionale, strategico e gestionale;
- la seconda, quella di acquisire, con un'analoga metodologia dell'analisi aziendale e di bilancio finalizzata al *rating*, un'abilità diagnostica praticabile all'interno della stessa impresa e, in definitiva, elevare il livello di qualificazione culturale e professionale del *management*.

Il rating aziendale
Principi e profili
metodologici



In tal modo, l'istituto del *rating*, forse non ancora del tutto conosciuto ed apprezzato nei suoi significati, potrà rivelarsi quale fattore incentivante rispetto al miglioramento della qualità di governo ed amministrativa aziendale con non trascurabili riflessi sulla

promozione dell'efficienza e dell'efficacia gestionale e, non ultimo, compatibilmente con i profili di rischio, sulla profittabilità dell'impresa, segno vitale dell'equilibrio economico e di affermazione del valore dell'impresa nel tempo durevole.

G BRUNI