

# La gestione del credito: un approccio analitico al rating

di Giuseppe R. Grasso (\*)

Oggi le aziende sono chiamate a farsi carico del rischio finanziario associato al proprio portafoglio crediti, rischio che un tempo veniva trasferito sulle assicurazioni crediti. Ciò ha spinto l'azienda a dotarsi di sistemi interni di valutazione e monitoraggio del rischio oltre che di sistemi di gestione delle informazioni interne ed esterne sul cliente. Si presentano i risultati di un'indagine condotta da una società di consulenza sul rating dell'industria manifatturiera italiana.

## Premessa

La grave crisi finanziaria del 2008-2009 ha avuto un duplice impatto sulla gestione del credito. Da un lato il sistema bancario ha ristretto l'erogazione di finanziamenti alle piccole e medie imprese (sia per il deterioramento del merito creditizio di queste ultime, sia per la necessità di contenere gli impieghi in un momento di tensione sulla patrimonializzazione delle banche stesse); dall'altro le società di assicurazione crediti hanno ridotto drasticamente la loro operatività, diminuendo i *plafond* di affidamento a livelli che rendono impossibile per le aziende assicurare il proprio giro d'affari.

La conseguenza di questi due fenomeni di mercato è una sola: il principale finanziatore delle PMI è diventato il fornitore, che deve internalizzare proprio quelle capacità di valutazione del rischio cliente che aveva implicitamente esternalizzato sulle banche e le assicurazioni crediti.

Se l'azienda deve dunque farsi carico dell'analisi del rischio finanziario del proprio portafoglio crediti e impostare su questa analisi la propria politica di affidamento commerciale, allora è necessario che l'azienda si doti degli strumenti tipici del settore bancario-assicurativo.

Diventa quindi necessario dotarsi di:

- sistemi interni di valutazione e monitoraggio del rischio (modelli di *rating*) e
- sistemi di gestione e integrazione delle in-

formazioni interne ed esterne sul cliente, utili al monitoraggio del rischio.

Entrambe questi sistemi devono ispirarsi alla migliore prassi finanziaria, ma non dimenticarsi di integrare quel prezioso patrimonio di informazioni (a volte formali e a volte informali) che l'azienda ha sul proprio cliente.

## I sistemi di rating

Il punto di partenza è l'analisi dei sistemi di *rating* e il modello di riferimento è quello applicato dalle banche per la normativa di Basilea 2.

Il *rating* operativo, l'elemento primario nella stima della probabilità di insolvenza di un'azienda, si basa su una valutazione tecnica dello stato di salute dell'impresa attraverso le grandezze del bilancio, alle quali viene affiancata un'analisi di natura qualitativa sul posizionamento del *business*, la sua gestione e le linee strategiche di sviluppo.

Al *rating* operativo si affiancano, nella valutazione tipica delle banche (si veda la Tavola 1), altre tre fonti informative quali:

- i dati della Centrale Rischi;
- i dati andamentali che descrivono le eventuali anomalie intercorse nel rapporto della banca con l'impresa;
- la percezione del rischio di settore, come emerge dalle analisi soggettive che la singola banca ha compiuto.

### Nota:

(\*) Presidente K Finance S.r.l., Corporate Finance Advisory

Nella valutazione del rischio condotta dalle aziende sui propri clienti, queste tre componenti vengono sostituite da:

- informazioni sugli eventi pregiudizievoli (protesti, procedure concorsuali, ecc.);
- i dati andamentali provenienti dalle statistiche di incasso in possesso dell'azienda, da ogni altra informazione derivante dal sistema di *Customer Relationship Management* interno, dalla sistematica raccolta delle informazioni provenienti dalla rete commerciale o richieste periodicamente al cliente sulla base delle politiche di assegnazione del credito;
- l'evoluzione del rischio di settore, sia su base prospettica (*Probability of Default* di settore o di *cluster*) che su base consuntiva (evoluzione trimestrale dell'incidenza storica dei fallimenti per settore o *cluster*).

La componente quantitativa dell'analisi dei bilanci, degli indici e dei flussi delle aziende clienti deve offrire elementi per analizzare:

- la capacità di autofinanziamento;
- il grado di copertura degli oneri finanziari;
- il livello di patrimonializzazione e indebitamento;
- l'efficienza nella gestione del capitale investito;
- la redditività.

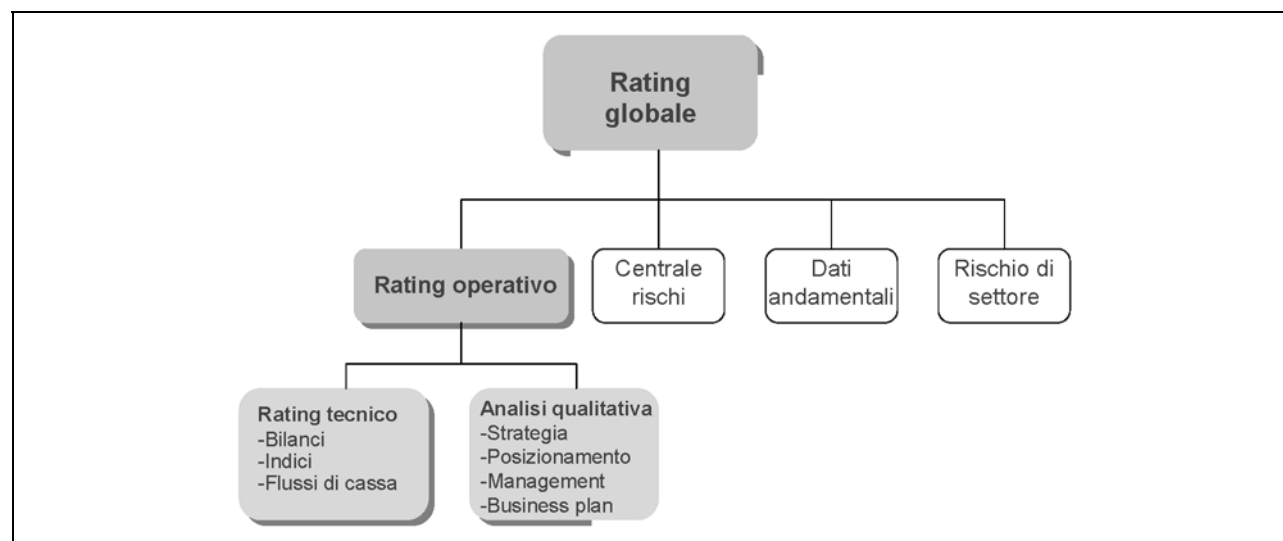
Sono infatti questi i principali criteri su cui si basa il cosiddetto *rating* tecnico, quello che dipende esclusivamente dai dati di bilancio.

La componente qualitativa dell'analisi del rischio deve invece prendere in considerazione almeno i seguenti elementi non finanziari:

- struttura societaria (proprietà, *corporate governance*, età ed esperienza del management o dell'imprenditore);
- vendite (marchi, concentrazione del fatturato, export, crescita, rischi di cambio);
- organizzazione (organigramma, management, reporting e controllo, certificazioni);
- acquisti e investimenti (concentrazione dei fornitori, dipendenza da fornitori strategici, rischi di cambio, fabbisogno di capitale circolante, nuovi investimenti previsti);
- posizionamento competitivo e settore (quota di mercato, concorrenti, analisi delle principali forze competitive);
- strategia di sviluppo;
- rapporti con il sistema bancario (numero di affidamenti, % di utilizzo, % di insoluti, eventi anomali).

Queste informazioni qualitative devono essere predisposte dall'azienda sulla base della conoscenza dei propri clienti, da affinare attraverso un'intervista condotta attraverso un questionario opportunamente strutturato. Questi dati qualitativi dovrebbero essere aggiornati almeno una volta all'anno su base sistematica e ogni volta che si venga a conoscenza di un evento rilevante per la solidità finanziaria dell'azienda.

Tavola 1 - Analisi del sistema di rating



### La Probabilità di Default e i relativi algoritmi

La Probabilità di Default (PD) è la probabilità che l'azienda esaminata subisca un evento di *default* in un determinato arco temporale. La PD è l'elemento più importante all'interno della formula che determina la perdita attesa in relazione ad un determinato credito e quindi il rischio implicito in quel credito. Pertanto:

$$\text{Perdita Attesa} = \text{Probability of Default (Rating)} \times \text{Loss Given Default} \times \text{Exposure at Default} \times \text{Maturity del Prestito}$$

Interpretata alla luce dell'analisi del rischio cliente, i singoli termini hanno il seguente significato:

- *Probability Of Default* = probabilità che l'azienda sia inadempiente; si determina utilizzando il *rating*;
- *Loss Given Default* = percentuale del prestito che statisticamente viene persa, al netto dei recuperi, in caso di inadempienza dell'azienda;
- *Exposure at Default* = importo del credito effettivo al momento dell'inadempienza (può essere più alto o meno del fido accordato, in relazione ad eventuali sconfinamenti, insoluti o interessi di mora);

- *Maturity* = termini medi di incasso del cliente.

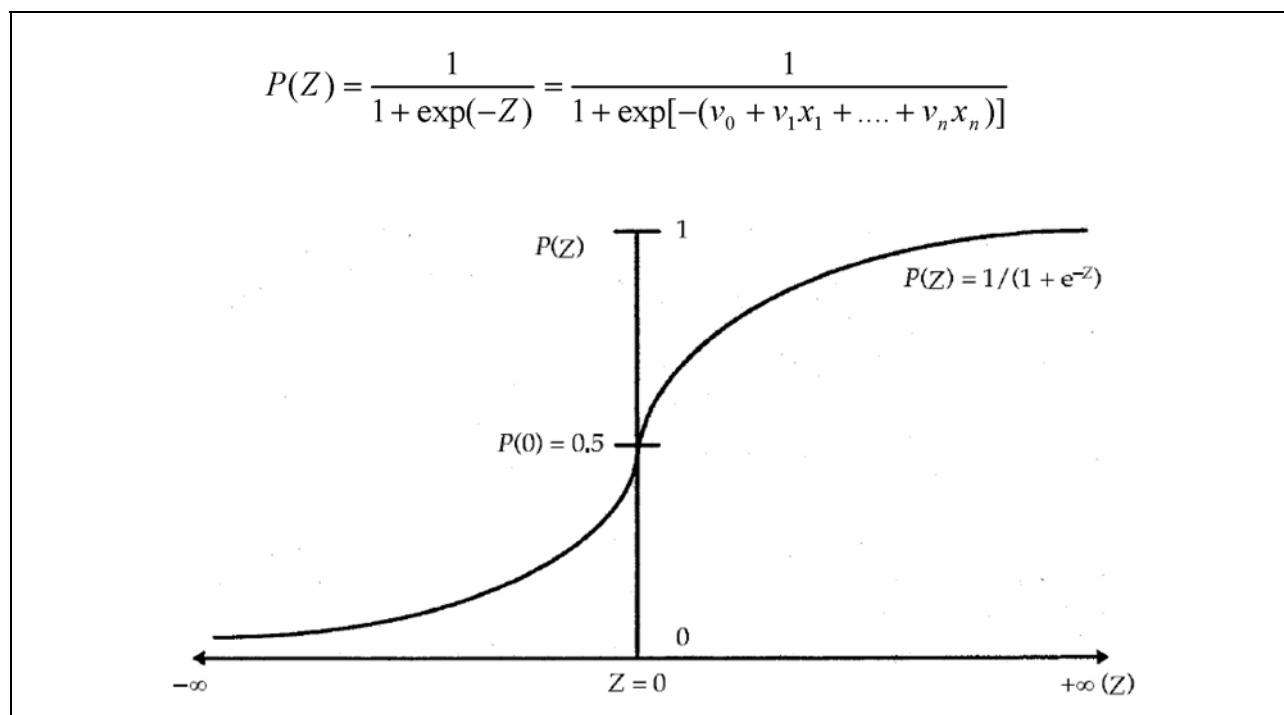
*K Finance* ha sviluppato (in collaborazione con l'Università di Modena e Reggio Emilia) un proprio modello di *rating* testato su oltre 100.000 bilanci di aziende sane e circa 10.000 bilanci di aziende fallite su un arco temporale di 5 anni.

Nel modello *K Finance* l'evento di *default* è definito come l'avvio di una procedura concorsuale (fallimento, concordato preventivo, concordato fallimentare, ecc.) e l'arco temporale è di 24 mesi, cioè l'intervallo che normalmente passa dalla data di riferimento dell'ultimo bilancio disponibile (ad esempio 31/12/2008) e l'anno per il quale interessa conoscere la probabilità di *default* (ad esempio 2010).

Il modello è costruito sulla base della metodologia «*logit*» che consente di determinare una funzione di correlazione tra un insieme di indici di bilancio opportunamente ponderati tra loro e la probabilità (compresa tra 0 e 1) che l'azienda fallisca o meno nell'arco di 24 mesi. La forma della funzione *logit* è illustrata nella Tavola 2.

Attraverso i risultati della funzione *logit* le aziende vengono raggruppate in sette classi

Tavola 2 - Modello K Finance: metodologia logit



di rischio e la Probabilità di *Default* viene calcolata come incidenza del numero effettivo di aziende fallite rispetto a quelle non fallite dopo 24 mesi per ogni classe di rischio. La PD si esprime in termini di «casi per mille» e quindi va da un massimo del 59‰ (cioè 5,9%) nella classe più rischiosa K1 a un minimo dello 0,6 ‰ nella classe meno rischiosa K7 (si veda la Tavola 3).

Per quanto riguarda il rischio di settore, *K Finance* elabora una serie di analisi sull'incidenza effettiva dei fallimenti in 240 *cluster* dell'industria italiana (20 settori, per 3 classi dimensionali, per 4 macro-aree geografiche). L'analisi viene aggiornata trimestralmente. La mappa del rischio di settore che emerge evidenzia i *cluster* con rischio maggiore o minore della media e la dinamica di evoluzione del rischio.

### La ricerca KF sul rating dell'industria italiana

La VII Edizione della ricerca di *K Finance* (1) sul *rating* dell'industria manifatturiera italiana è stata condotta su un campione di 90.467 bilanci del 2008 estratti dalla Banca Dati «Aida» di *Bureau van Dijk Electronic Publishing SA*.

Il *rating* medio dell'industria manifatturiera italiana nel 2008 è sceso dopo che si era stabilizzato per due anni (2006-2007), tornando quindi ai livelli minimi toccati nel 2004 e 2005.

Il peggioramento del *rating* è riconducibile ad una riduzione della redditività aziendale accompagnata da un aumento dell'indebitamento.

La distribuzione per classe di *rating* (Tavola 4) degli oltre 90.000 bilanci 2008 esaminati mostra che:

- oltre il 26% delle aziende sono in condizioni di rischio finanziario;
- il 37% circa sono in condizioni di vulnerabilità;
- il 30% circa sono in condizioni di normalità (o normale vulnerabilità);
- il 6% circa sono in condizioni di eccellenza.

La distribuzione indica come oltre un quarto delle aziende esaminate siano in condizioni di rischio, cioè abbiano un *rating* che non

#### Nota:

(1) La versione integrale della ricerca è scaricabile dal sito [www.kfinance.com](http://www.kfinance.com)

Tavola 3 - Calcolo della probabilità di default

	Rating	Descrizione	PD(‰)
SOLIDITA'	KR7	Azienda che presenta una buona solvibilità, ma che può essere indebolita da mutamenti congiunturali	0,6
	KR6	Azienda in grado di rimborsare il debito, ma che in condizioni economiche avverse può trovarsi con una capacità di copertura indebolita	1,2
NORMALITA'	KR5	Azienda in grado di rimborsare il debito, ma che in condizioni economiche avverse può trovarsi a rischio di insolvenza	2,3
	KR4	Azienda con elevata vulnerabilità, ma al momento in grado di fare fronte ai pagamenti dovuti	5,7
RISCHIO	KR3	Azienda con stabilità finanziaria a rischio	12,1
	KR2	Azienda a rischio di insolvenza	22,3
	KR1	Azienda ad alto rischio di insolvenza	59,1

consente loro di ottenere un ampliamento dei fidi da parte del sistema bancario.

Nel 2008 è stato raggiunto il minimo assoluto di imprese «eccellenti» (6%) e contemporaneamente il numero di imprese a rischio è salito ad oltre il 26%, contro il 20% e il 23% circa dei due anni precedenti, molto vicino ai massimi del 27-28% degli anni peggiori 2004-2005.

La classifica del rischio per settore (Tavola 5) riconferma a grandi linee la «fotografia» del 2007, ma con alcune significative differenze. In testa alla classifica compaiono gli stessi tre settori dell'anno scorso: *utilities*, meccanica, elettrici ed elettronici. Tuttavia nel 2008 le *performance* delle *utilities* hanno staccato di molto quelle degli altri settori. I settori che si collocano sopra la media sono molto allineati tra loro e con minori differenze rispetto al 2007.

Anche in coda alla classifica compaiono gli stessi tre settori del 2007: mobili, alimentari e bevande, ceramiche e materiali da costruzione. Nel 2008 tuttavia il settore dei materiali da costruzione è stato il peggiore (nel 2007 era stato l'alimentare).

Singolare è stata l'evoluzione negli anni del settore edilizia che è passato da essere il peggiore a posizionarsi quasi a «metà classifica» nel 2008. Questa eccellente *performance* è da leggere in relazione al ciclo del settore immobiliare, che nel 2008 ha raggiunto - come noto - il suo apice. Dall'altro lato, il pessimo risultato del settore dei materiali da costruzione è la riprova di come il ciclo di apertura di nuovi cantieri avesse già segnato il passo nella seconda metà del 2008.

La distribuzione del *rating* per classe dimensionale di fatturato indica in linea generale che il *rating* migliora all'aumentare delle dimensioni aziendali (Tavola 6).

Questa regola generale trova un'eccezione nel segmento di aziende tra i 10 e i 20 milioni di Euro di fatturato, che si trovano in una situazione di criticità simile a quella delle micro-aziende con fatturato inferiore a 1,5 milioni.

La differenza sostanziale è però che le micro-imprese godono di un'applicazione agevolata di Basilea 2, mentre quelle oltre i 10 milioni di ricavi non hanno alcuna forma di protezione.

**Tavola 4 - Distribuzione per classe di rating**

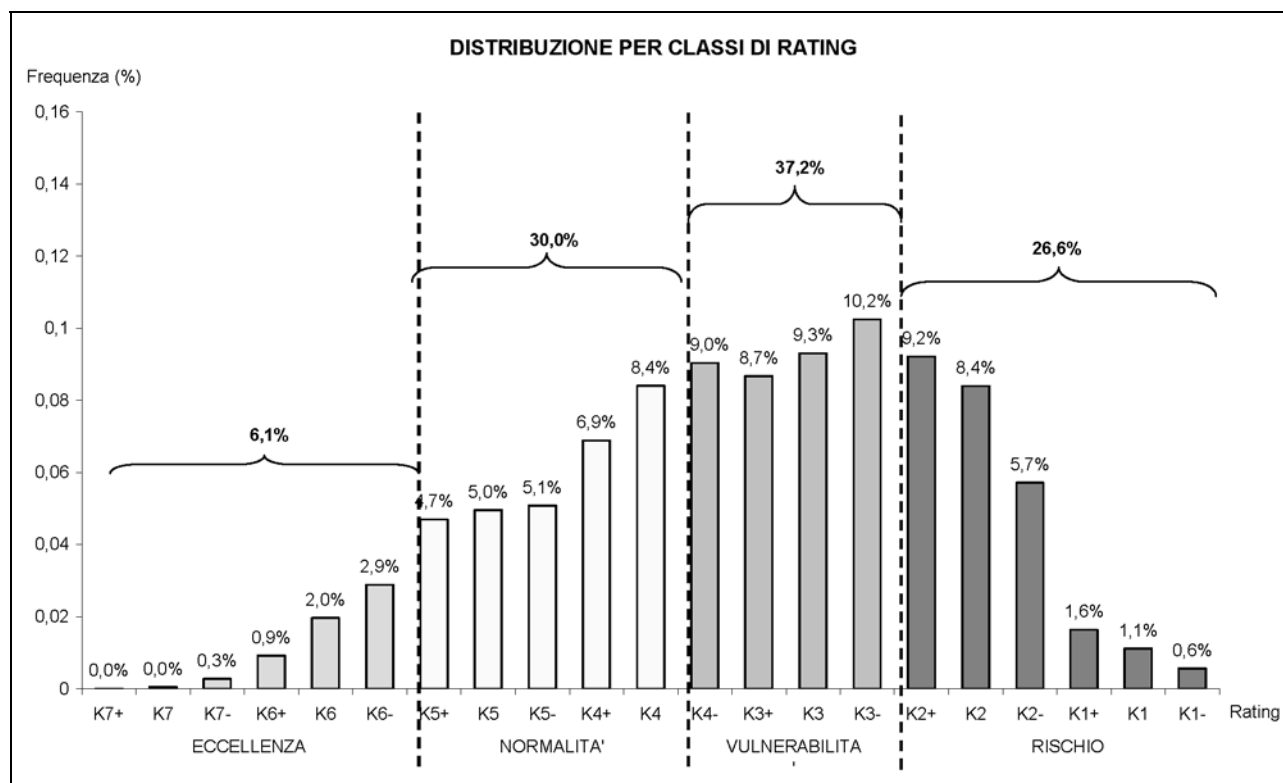


Tavola 5 - Rating medio per settore

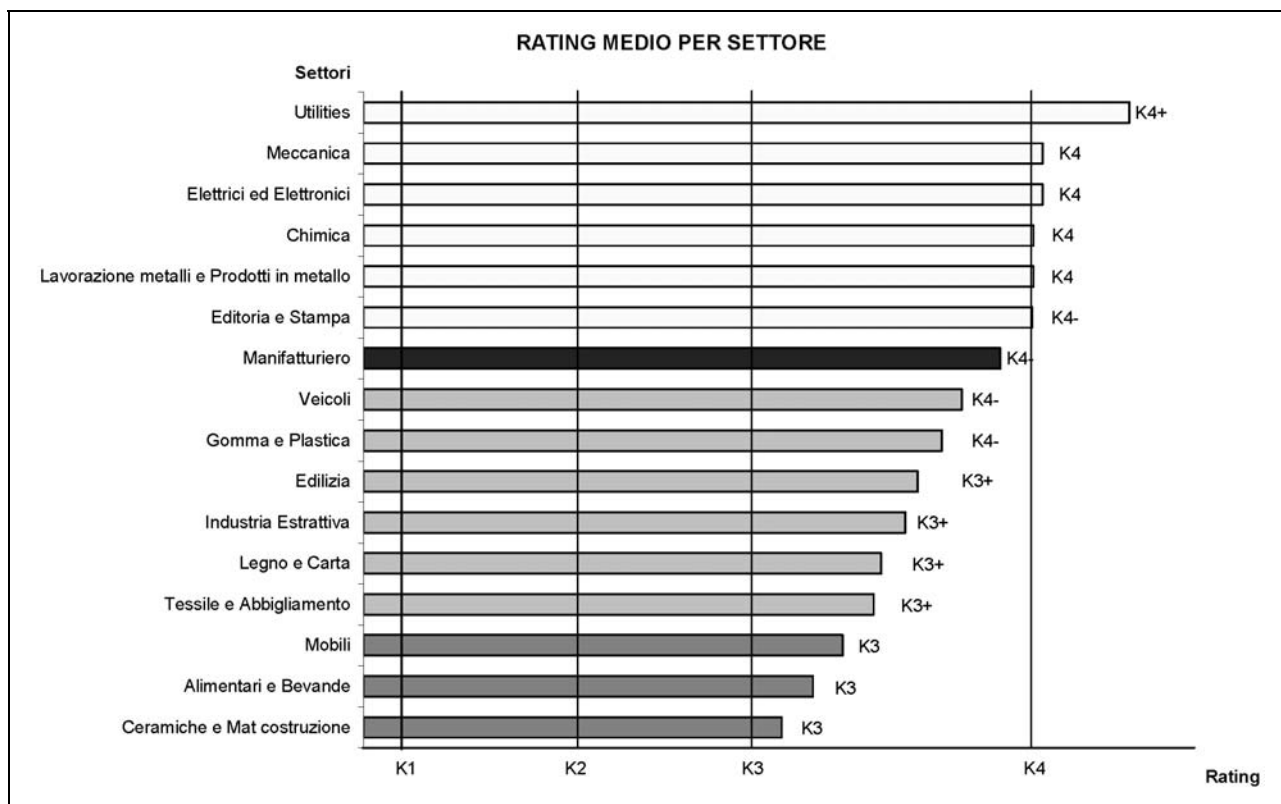
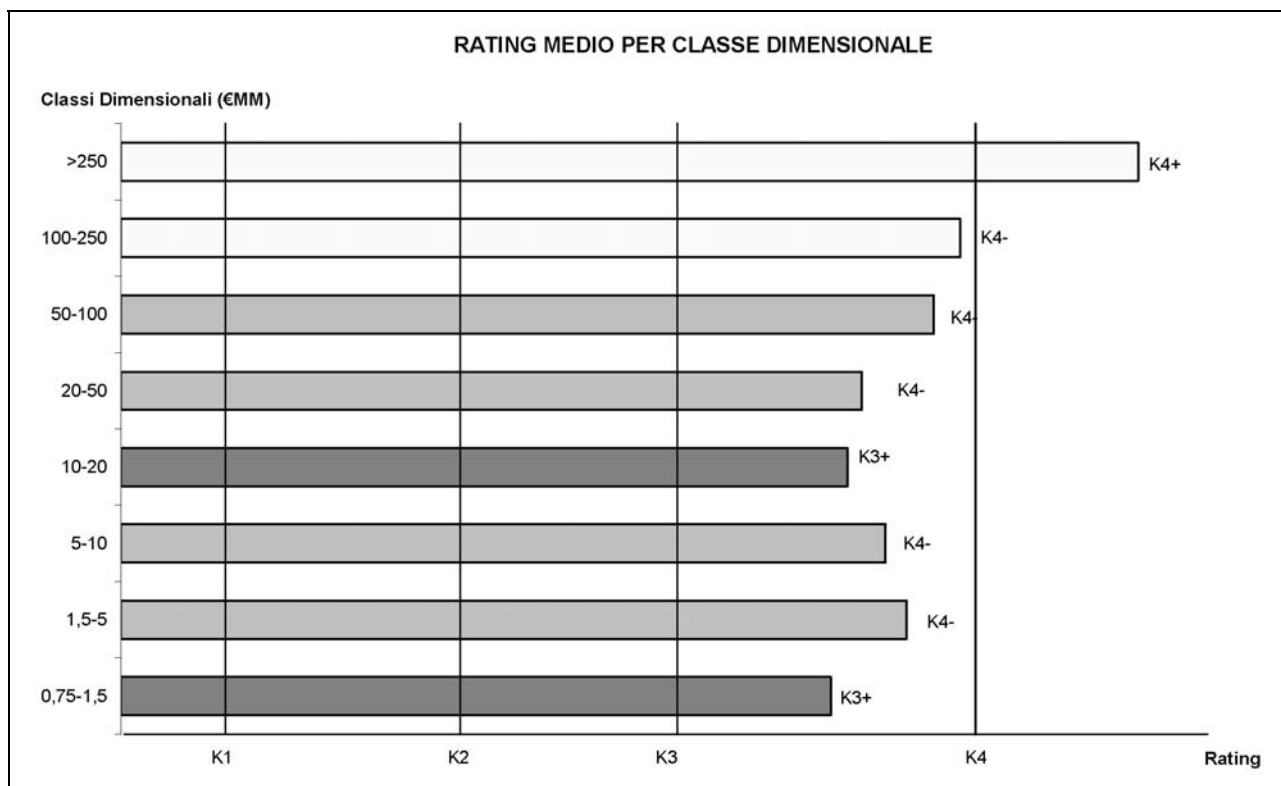


Tavola 6 - Rating medio per classe dimensionale



A partire dai 10 milioni di fatturato, la crescita dimensionale porta con sé in modo univoco un miglioramento del *rating*, fino a giungere alle aziende sopra i 100 milioni di fatturato che presentano *rating* medi assolutamente sostenibili.

Dall'analisi dei principali indicatori finanziari per classe dimensionale e nel confronto intertemporale tra 2002 e 2008 emerge che:

a) l'incidenza degli oneri finanziari sui ricavi

cala all'aumentare delle dimensioni aziendali (Tavola 7);

b) la leva finanziaria (misurata dal rapporto tra debiti finanziari e margine operativo lordo) aumenta fino alla dimensione dei 10-20 milioni di euro di fatturato, per poi calare all'aumentare delle dimensioni, confermando che le aziende *corporate* (sopra i 50 milioni di fatturato) sono meno indebitate delle PMI (Tavola 8);

Tavola 7 - Incidenza degli oneri finanziari sui ricavi

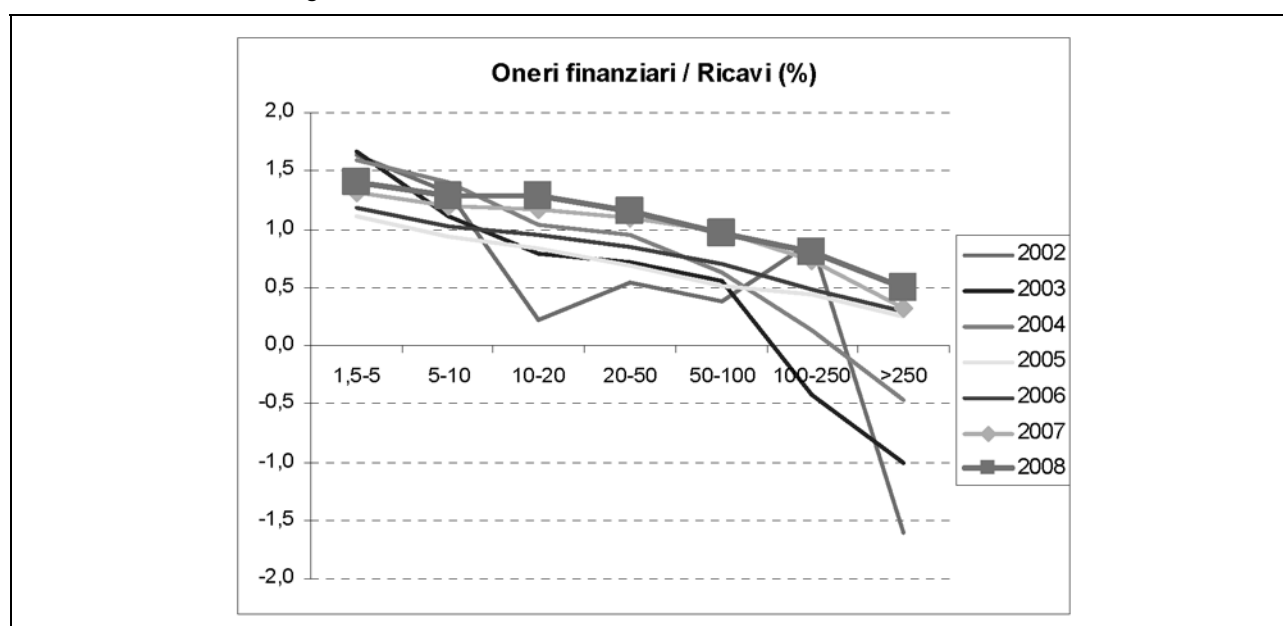
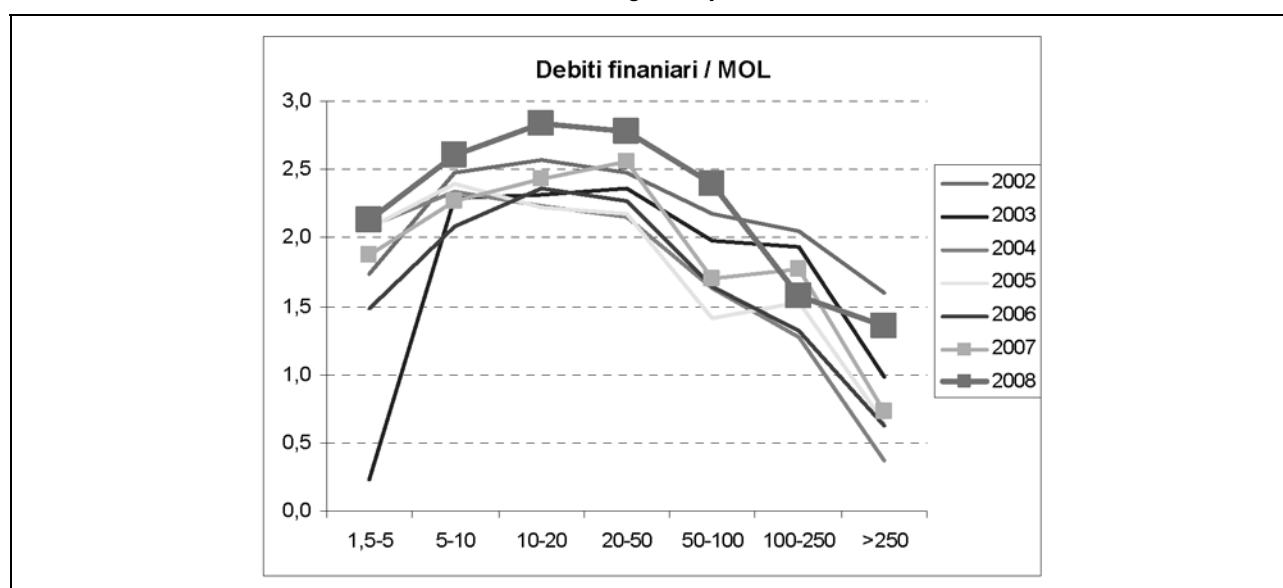


Tavola 8 - Incidenza dei debiti finanziari sul Margine Operativo Lordo



c) più le aziende sono grandi, più sono patrimonializzate; inoltre nel 2008 il livello di patrimonializzazione delle imprese fino a 250 milioni è aumentato significativamente rispetto agli anni precedenti, grazie alla normativa fiscale sulla rivalutazione degli immobili (Tavola 9);

d) la crisi ha livellato la redditività; infatti fino al 2007 la marginalità operativa sui ricavi migliorava in maniera significativa all'aumentare delle dimensioni, mentre nel 2008 il calo della redditività è stato più ampio per le aziende maggiori (fino a 1,5% in meno) che per le PMI (circa 0,5% in meno) (Tavola 10).

Tavola 9 - Incidenza del Patrimonio Netto sul Capitale Investito

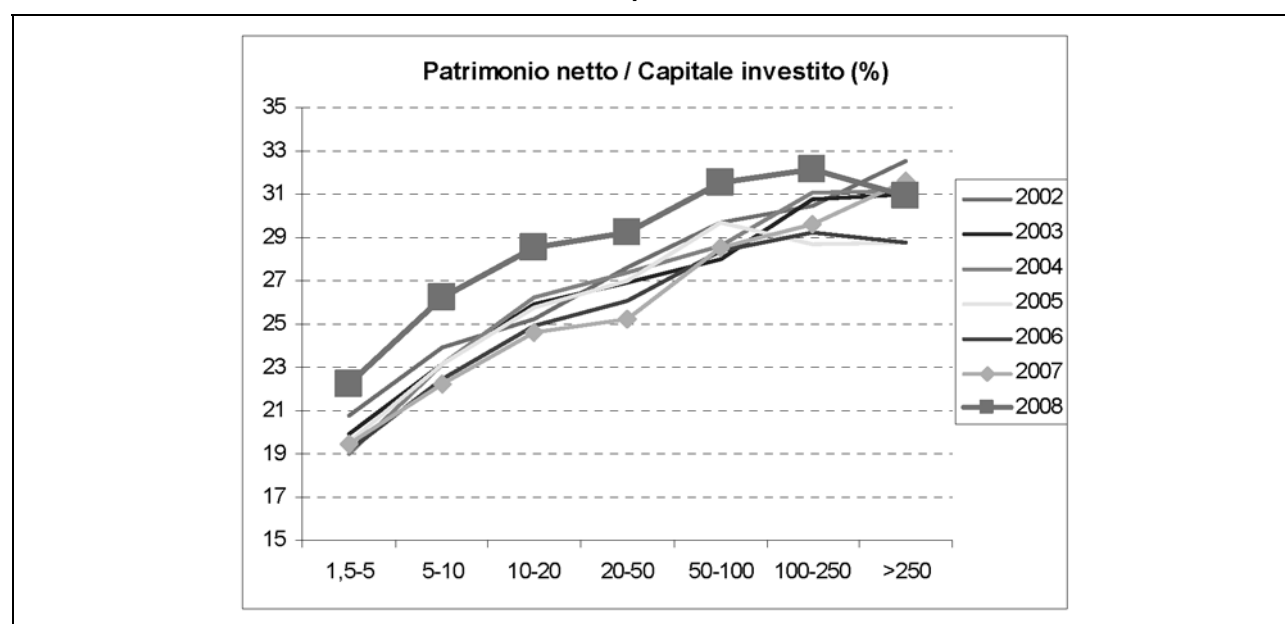


Tavola 10 - Incidenza del Margine Operativo Lordo sui Ricavi

