

## La Valutazione del Rischio d'Impresa

Prof. Roberto Cappelletto<sup>1</sup>

L'articolo è stato redatto con la collaborazione  
del Dott. Gabriele Toniolo<sup>2</sup>

### Introduzione

Il tema della valutazione del rischio d'impresa sembra mostrare oggi un interesse in forte crescita a causa di un profondo processo di trasformazione che sta interessando i mercati finanziari nazionali ed internazionali. Alcuni importanti eventi, quali l'entrata in vigore del Nuovo Accordo di Basilea 2<sup>3</sup> e l'introduzione dei Nuovi Principi Contabili Internazionali<sup>4</sup>, sono destinati a ridisegnare le logiche del sistema impresa, mettendo in crisi i modelli ormai superati ed anacronistici.

A tal proposito, il recepimento dell'Accordo di Basilea 2 non rappresenta solo un'importante riforma della normativa bancaria finalizzata ad adeguare la capitalizzazione del settore creditizio ai rischi connessi all'attività bancaria, ma è anche la sintesi di una vera e propria rivoluzione finanziaria, in quanto va a modificare i principi base che hanno regolato e regolano il rapporto attuale tra banca e impresa. L'accesso al credito da parte delle imprese (ed in particolare di quelle medio-piccole) sarà sempre più correlato alla capacità di mostrare una condizione aziendale equilibrata. Ciò significa non solo redditività sufficiente, ma anche livelli contenuti di indebitamento e corretto utilizzo delle fonti di capitale. Il rating diviene lo strumento di selezione, attraverso cui il settore bancario valuterà il merito creditizio della controparte<sup>5</sup>, bocciando le iniziative ritenute eccessivamente rischiose e non meritevoli di supporto nel processo di sviluppo e facendo pagare tassi di interesse sempre più correlati al livello specifico di rischiosità.

---

<sup>1</sup> Professore Ordinario in Finanza Aziendale presso l'Università di Udine; Responsabile Scientifico della Scuola Superiore di Specializzazione (Fondazione Cassamarca); Responsabile Scientifico di Phedro Consulting;

<sup>2</sup> Dottore di Ricerca in Finanza Aziendale presso l'Università di Trieste;

<sup>3</sup> Basel Committee on Banking Supervision, (2004), "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework", June 2004.

<sup>4</sup> Il Regolamento 1725/2003 della Commissione Europea approva formalmente gli IAS (International Accounting Standard) in futuro chiamati IFRS (International Financial Reporting Standard) ad eccezione dello IAS 32 e dello IAS 39. Questi diventeranno obbligatori nel 2005 per i bilanci consolidati delle società quotate nei mercati regolamentari europei. In Italia la normativa interesserà anche i bilanci di esercizio delle società quotate ed indirettamente i bilanci delle società non quotate.

<sup>5</sup> Savona P., Sironi A. (a cura di), (2000), "La Gestione del Rischio di Credito: esperienze e modelli nelle grandi banche", EDIBANK;

La valutazione di un'impresa passa attraverso l'analisi di alcuni valori fondamentali in grado di descrivere la capacità dell'azienda di generare un'adeguata redditività, un contenuto livello di indebitamento ed una idonea copertura dei fabbisogni di capitale. Analizzare un'impresa significa dunque capire se essa può definirsi equilibrata sotto un profilo economico, finanziario e patrimoniale e, in caso di scostamento rispetto ai valori ritenuti ottimali, identificare le corrette politiche economico-finanziarie necessarie per riequilibrare l'impresa stessa.

Per essere dunque in grado di esprimere un giudizio rigoroso e completo sull'impresa è necessario utilizzare metodologie di analisi e strumenti informatici, ossia elementi che guidino il nostro processo valutativo, al fine di individuare le anomalie di gestione e di intervenire adeguatamente per correggerle.

Per valutare un'impresa è necessario quantificare quattro valori fondamentali:

**1) Il Capitale Investito Operativo:** Il Capitale Investito Operativo (CI) indica il capitale speso per coprire i fabbisogni finanziari dell'impresa generati dalla gestione operativa. Esso si determina sommando le uscite sostenute per gli investimenti a lento processo di recupero e investimento (e quindi a lenta rotazione) e gli investimenti a veloce processo di recupero e investimento (e quindi a veloce rotazione). Il Capitale Investito infatti altro non è che la somma del Capitale Fisso (CF) e del Capitale di Giro (CG).

**2) Il Margine Operativo Netto (o M.O.N.)** è il margine generato dalla gestione operativa dell'impresa (gestione caratteristica + gestione degli investimenti). Esso viene determinato come differenza tra i ricavi operativi ed i costi operativi. È il margine più importante che si può evidenziare nel conto economico in quanto esprime la capacità dell'azienda di generare flussi economici con l'attività tipica e non è influenzato da elementi estranei alla gestione.

**3) Le Fonti di Capitale:** Ogni impresa, per coprire i suoi fabbisogni, deve ricorrere all'utilizzo di fonti di capitale, ossia ammontari di denaro da utilizzare per far fronte ai pagamenti operativi se questi non sono compensati da incassi operativi.

Esistono due grandi categorie di fonti di capitale che possono essere utilizzati dall'impresa:

- il Capitale Proprio (o Capitale di Rischio);
- il Capitale di Terzi (o Debiti Finanziari).

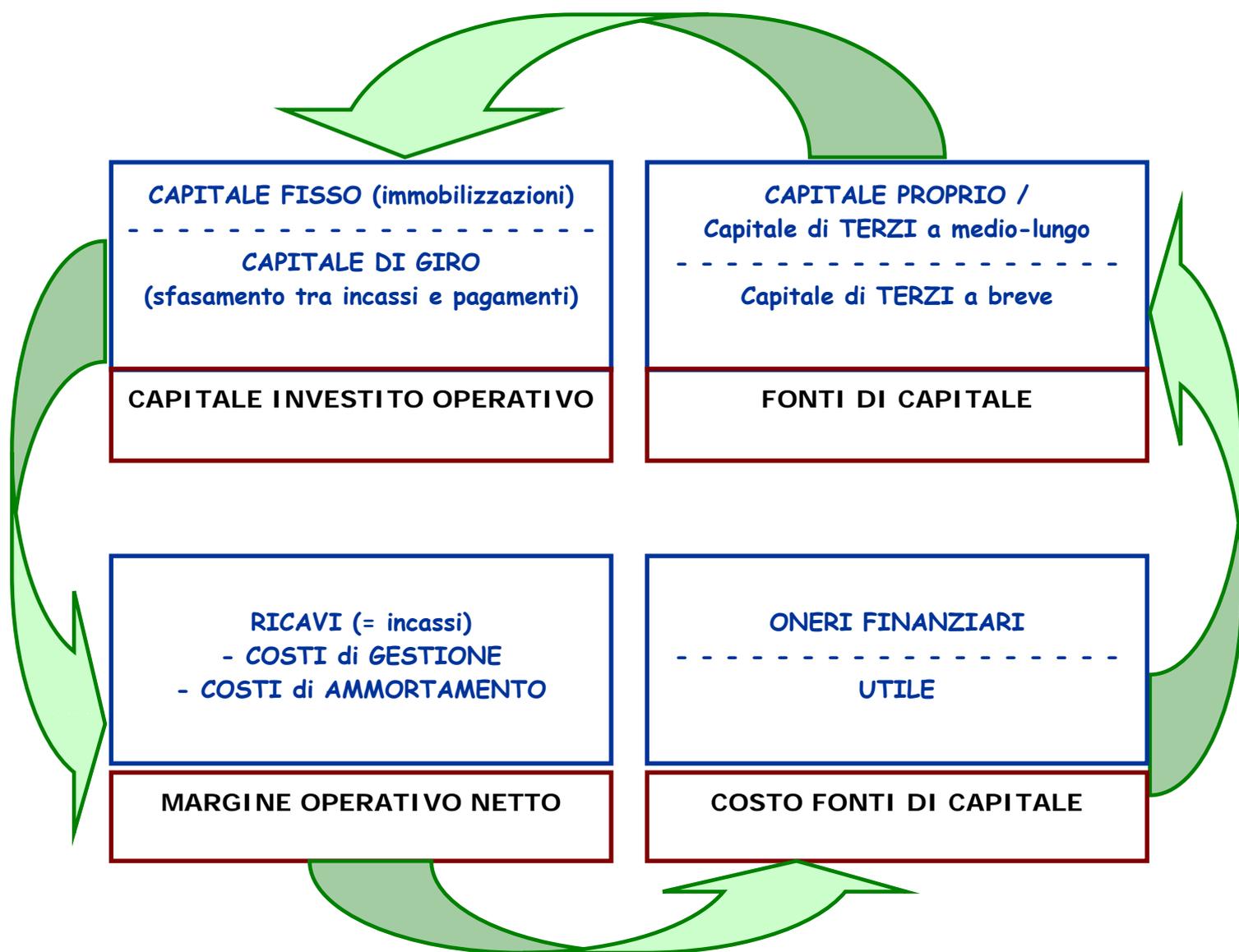
**4) Il Costo delle Fonti di Capitale:** le fonti di capitale generano dei costi, rappresentati dalle attese di remunerazione dei soggetti conferenti tali capitali. Così ad esempio le banche e gli obbligazionisti prestano capitale all'impresa (capitale di terzi) richiedendo un interesse, commisurato all'importo, al tempo e al rischio assunto. Tale remunerazione per l'impresa rappresenta gli oneri finanziari da pagare. I soci invece (o il singolo imprenditore), che sono direttamente coinvolti nel rischio aziendale, forniscono all'impresa mezzi propri (capitale proprio) richiedendo una remunerazione proporzionale al capitale fornito e al rischio assunto che sarà tanto più elevata quanto più elevato è il rischio legato all'operatività aziendale (rischio operativo) e al rapporto tra Capitale di Terzi e Capitale Proprio, ossia al coefficiente di indebitamento (rischio finanziario). Quindi riassumendo l'impresa ottiene capitale da terzi (Capitale di Terzi) che dovrà aumentare con gli interessi passivi (Oneri Finanziari) che maturano a un tasso prestabilito tra le parti, e capitale dai soci o dall'imprenditore come mezzi propri (Capitale Proprio). Sul capitale proprio ci sarà un'attesa di remunerazione che potremmo definire utili attesi che sono funzione del capitale fornito e del rischio sopportato. La somma di interessi attesi e utili attesi rappresenta il costo delle fonti di capitale.

Definito il sistema per quantificare i valori rilevanti da considerare in un processo di valutazione dell'impresa, resta da capire in che modo utilizzare queste informazioni per l'analisi degli equilibri aziendali. Per fare ciò è opportuno capire i legami che esistono tra di esse.

Si è detto che il Capitale Investito di un'impresa è dato dalla somma del Capitale Fisso, ossia il capitale a lenta rotazione necessario a coprire i fabbisogni finanziari legati agli investimenti durevoli (immobilizzazioni), e del Capitale di Giro rappresentato da tutti i pagamenti di gestione relativi ai costi di gestione che non sono ancora stati recuperati con gli incassi dei ricavi di gestione, ossia il capitale a veloce rotazione (che si quantifica sommando i crediti di gestione al magazzino e sottraendo i debiti di gestione).

Il Capitale Investito consente di attuare i processi produttivi (la continua e ripetitiva attività di acquisto - trasformazione e vendita) che generano il Margine Operativo Netto (MON) ottenuto come differenza tra i ricavi prodotti con la gestione caratteristica (corrente) ed i costi operativi. Tale margine è destinato alla remunerazione delle fonti di finanziamento, così parte del MON serve per far fronte agli interessi maturati sul capitale di credito (oneri finanziari), mentre il rimanente diventa remunerazione del capitale proprio in termini di utile netti dopo aver dedotto le imposte e tasse di competenza. Il capitale di credito, o

capitale di terzi, può essere a medio - lungo (a rientro) o a breve termine (rotativo). Il capitale di terzi a medio - lungo dovrebbe essere usato per coprire i capitali investiti a lenta rotazione non coperti dai mezzi propri in quanto svolge la funzione di temporaneo sostituto del capitale proprio, infatti dovrà essere rimborsato con i flussi di cassa (cash flow) tuturi prodotti dall'impresa. Quello rotativo (di breve periodo) dovrebbe invece essere utilizzato per coprire il fabbisogno che si viene a creare quando le imprese hanno uno sfasamento tra tempi di pagamento e di incasso. Il totale delle fonti di finanziamento coincide con il capitale complessivamente investito dall'impresa. Lo schema riportato qui di seguito illustra quanto appena evidenziato.



La valutazione dell'impresa e dunque il suo rating, va fatta analizzando i tre equilibri che ci devono essere tra i quattro valori fondamentali ed in particolare:

- 1) L'equilibrio Patrimoniale;
- 2) L'Equilibrio Finanziario;
- 3) L'Equilibrio Economico;

- **Equilibrio Patrimoniale:** con l'equilibrio patrimoniale si cerca di valutare le scelte dell'impresa relativamente al corretto utilizzo delle fonti di capitale nella copertura dei fabbisogni finanziari. Così un'impresa può essere definita equilibrata patrimonialmente se utilizza fonti di capitale a lenta o nulla rotazione (Capitale Proprio -CP- e Capitale di terzi a medio lungo -CTm/l-) per la copertura degli investimenti (immobilizzazioni) a lenta rotazione (il Capitale Fisso -CF-), e fonti di finanziamento a veloce rotazione (Capitale di terzi "a breve" -CTb-) per la copertura degli investimenti a veloce rotazione (il Capitale di Giro -CG-). Uno squilibrato utilizzo delle fonti aumenta il rischio dell'impresa, in quanto si potrebbero verificare in futuro tensioni finanziarie e quindi ciò fa diminuire il rating.

E' importante ricordare che, qualora esistessero investimenti estranei alla gestione caratteristica (cosiddetti "Extragestione") questi dovrebbero essere coperti interamente con mezzi propri. Ciò significa che a copertura del capitale fisso rimane solo quella parte di capitale proprio che residua dopo la copertura dell'extragestione. Il grado di equilibrio patrimoniale può essere valutato attraverso l'utilizzo di un indicatore chiamato "Coefficiente di Copertura del Capitale Fisso" e calcolato come segue:

$$\text{Coeff. di Copertura del Capitale Fisso} = \frac{CP + CTm/l - Extragestione}{CF} \times 100$$

Potremmo dunque definire un'impresa equilibrata patrimonialmente se questo indicatore supera il 100% e il Capitale Proprio è maggiore del 50% del Capitale Fisso.

- **Equilibrio Finanziario:** con l'equilibrio finanziario si valuta il grado di indebitamento finanziario dell'impresa. Più alto è il rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio e più elevato si mostrerà il rischio aziendale in quanto un eccesso di indebitamento rende l'impresa vulnerabile in caso di crisi economica e quindi più basso sarà il suo rating.

Il grado di equilibrio finanziario può essere studiato attraverso l'utilizzo di un indicatore chiamato "Coefficiente di Indebitamento" e calcolato come segue:

$$\text{Coeff. di Indebitamento} = \frac{CT_t}{CP}$$

Per la realtà italiana, potremmo definire un'impresa equilibrata finanziariamente se questo indice è inferiore a 3.

- **Equilibrio Economico:** con l'equilibrio economico infine si cerca di valutare la capacità dell'impresa di generare margini adeguati per coprire il costo delle fonti di capitale.

Il grado di equilibrio economico può essere evidenziato confrontando la redditività operativa dell'impresa (ottenuta come rapporto percentuale tra margine operativo netto e capitale investito – il Roi) con il costo del capitale di terzi (ottenuto come rapporto percentuale tra oneri finanziari e capitale di terzi totale – i%). Si usa il costo del capitale di terzi perché nella realtà italiana è molto difficile ottenere l' $r_{wacc}$ , ossia il costo medio ponderato del capitale.

La redditività percentuale del capitale investito viene definita ROI (*Return on Investments*) mentre il costo sul Capitale di terzi viene identificato dal tasso  $i\%$ .

$$ROI = \frac{MON}{CI} \% ; \quad i = \frac{OF}{CT_t} \%$$

Avremo un grado di equilibrio economico buono quanto più il ROI è maggiore di  $i\%$ , e cioè se la redditività sul capitale investito riesce a far fronte al costo del capitale di terzi. Minore è la differenza tra ROI e  $i\%$  (o negativa), più elevato sarà il rischio aziendale e dunque minore sarà il suo rating.