



CONFINDUSTRIA CANAVESE
Associazione Industriali del Canavese

QUADERNI

07

giugno 2021

L'ACCESSO AL CREDITO E LA VALUTAZIONE FINANZIARIA SULLE IMPRESE

L'accesso al credito e la valutazione finanziaria sulle imprese



CONFINDUSTRIA CANAVESE
Associazione Industriali del Canavese

in collaborazione con



confidisistema!

La presente pubblicazione è stata realizzata da Confindustria Canavese.

Autori

Francesco Pianfetti, Consulente Imprese di Confidi Systema! S.c.

Par. 3.3 e Cap. 5 a cura di Gianfranco Franciscono, Responsabile
Economia, Credito ed Internazionalizzazione di Confindustria Canavese

Pubblicazione: giugno 2021

La finanza rappresenta uno degli assi fondamentali per le imprese, insieme all'innovazione e digitalizzazione, all'internazionalizzazione ed alla organizzazione e governance aziendale. E' proprio su di essi che gli indirizzi strategici e le decisioni quotidiane determinano il successo o meno di una iniziativa imprenditoriale.

In particolare, le risorse finanziarie sono indispensabili sia nell'attività ordinaria dell'impresa che per avviare nuovi progetti e investimenti o addirittura delle operazioni straordinarie finalizzate alla crescita.

E anche se i tassi di interesse oggi sono molto ridotti, e non considerando l'attuale periodo pandemico che ha visto una straordinaria immissione di liquidità da parte dei governi per il rilancio dell'economia in Italia ed in tutto il mondo, tuttavia il denaro è sempre più difficile da ottenere; gli enti di regolazione con le loro decisioni, gli Accordi di Basilea ed i sistemi di rating (che poi in effetti sono a tutela dei risparmiatori) pongono una serie di paletti e impongono alle banche e alle altre istituzioni finanziarie di analizzare specificamente il cliente prima di affidarlo, oltre che obbligarle a mettere un vero e proprio capitale a riserva, che cresce in relazione alla rischiosità.

Per questo non basta solo più un buon rapporto con il direttore di banca ma è necessario per le imprese conoscere maggiormente le regole dell'analisi e della trattativa finanziaria; anzi, l'ideale sarebbe porci proprio dal punto di vista del sistema finanziario, chiedendoci se noi, avendo delle disponibilità liquide, razionalmente finanzieremmo con tranquillità la nostra azienda.

Questo Quaderno ha proprio questo obiettivo: raccontare in modo semplice ed alla portata di tutti come la banca, o meglio come tutte le istituzioni finanziarie, valutano la nostra azienda, quali sono i punti di forza da evidenziare e quali gli errori da evitare. Inoltre, dobbiamo essere consapevoli di come i numeri del nostro bilancio ed i report andamentali in corso d'anno vengono letti e rielaborati; e come possono impattare positivamente (ma anche negativamente) gli elementi qualitativi: la storia aziendale e quella personale degli imprenditori, i brevetti ed il marchio, la ricerca e sviluppo, la presenza sui mercati, ma anche la trasparenza nel comunicare costantemente alle

banche le novità, positive o meno.

Banche, società di leasing e factoring, ma anche le fintech, i fondi di investimento ed i venture capital, il crowdfunding, i finanziamenti agevolati e, infine, la quotazione in Borsa: sono molte le opportunità finanziarie e di conseguenza gli enti di riferimento, molto diversi gli uni dagli altri; ma ciò che le accomuna è che sicuramente tutti, chi più chi meno, valuteranno con attenzione la nostra impresa prima di finanziarla. Per questo, come abbiamo detto, dobbiamo essere consapevoli dei nostri numeri e sapere saper comunicare al meglio il valore della nostra azienda attraverso i dati economico-finanziari.

Questo Quaderno ufficializza anche una nuova fase nella nostra collaborazione con Confidi Systema!, una delle principali società di garanzia dei fidi e finanziamento delle imprese in Italia, nata in Lombardia ma presente in modo rilevante anche in Piemonte e che oggi è il Confidi di riferimento per Confindustria Canavese.

Vi informo fin da ora che, oltre ad aver collaborato con noi nella preparazione di questo speriamo utile strumento, con loro avvieremo a breve nuove iniziative per favorire il finanziamento delle nostre Associate, ma anche specifici servizi per l'analisi finanziaria e l'accesso alle agevolazioni pubbliche.

Patrizia Paglia

Presidente Confindustria Canavese

Sommario

1. Presentare l'impresa in termini economico-finanziari	11
1.1 Dove si legge l'impresa.....	11
1.2 Cosa cerca chi finanzia l'impresa	13
1.3 Gli strumenti per presentarsi	14
2. Il bilancio.....	16
2.1 Uno strumento di comunicazione e presentazione.....	16
2.2 I valori del bilancio.....	17
2.3 Gli indici economici.....	25
2.4 Gli indici patrimoniali	29
2.5 Le poste particolari	33
3. La Centrale dei Rischi	40
3.1 Che cosa è	40
3.2 Cosa contiene	41
3.3 La Centrale dei rischi: uno strumento informativo anche per le imprese.....	46
4. Il business plan	47
4.1 I criteri della pianificazione	49
4.2 La sostenibilità.....	50
4.3 Dimensione temporale e completezza di Stato Patrimoniale e Conto Economico	51
5. La Piattaforma Bancopass a supporto dell'analisi e della comunicazione finanziaria.....	53

5.1	Analizzare finanziariamente la propria azienda	53
5.1	Bancopass: uno strumento per raccontare l'azienda e dialogare con gli operatori finanziari	55
5.2	La comunicazione finanziaria	56
6.	Conclusione	58

1. Presentare l'impresa in termini economico-finanziari

1.1 DOVE SI LEGGE L'IMPRESA

Che aspetto ha una bella azienda? Pensiamo ad una PMI del settore manifatturiero e proviamo a visualizzarla: un capannone di nuova costruzione, a colori chiari, con un piazzale per i camion, in un'area industriale di sviluppo recente con l'asfalto ancora nero e comoda per le autostrade. Dentro il capannone, macchinari puliti e disposti in modo ordinato sotto luci brillanti, un'area uffici con pareti vetrate e ampi monitor, e un ufficio direzionale con un grande tavolo per riunioni e sulle pareti poster di particolari meccanici e stand di fiere.

Un potenziale cliente in visita ad un'azienda così rimane colpito, ne ha subito una buona impressione, e nella trattativa con il management per l'assegnazione di un contratto di fornitura parte da un'impressione favorevole.

E' sufficiente?

Alcune aziende, vuoi perché con una grande storia alle spalle, vuoi perché sostenute da grandi gruppi con enormi disponibilità di cassa, non hanno bisogno di credito. Tutte le altre sì, e per avere credito bisogna che **chi dà il credito sia convinto di fare un buon affare**. Non stiamo parlando necessariamente di banche: negli ultimi anni, a fianco del credito bancario tradizionale, che comunque è e resterà ancora a lungo il pilastro fondamentale per l'accesso al credito, si sono affacciati anche fondi di private equity e private debt, fintech, crowdfunding, e altri ne arriveranno. Tutti quanti, operatori tradizionali ed innovativi, hanno un elemento in comune: devono conoscere l'azienda per decidere se merita o meno il loro denaro.

Come si deve presentare quindi l'impresa a questi operatori per essere convincente? Forse non è questa la domanda giusta. Forse la domanda

giusta è invece questa: **che cosa guardano gli operatori del credito** per decidere se entrare in un business?

Gli imprenditori più navigati ricorderanno quando il direttore dell'agenzia veniva in azienda, visitava gli impianti produttivi e gli uffici salutando con un cenno impiegate e operai (all'epoca il mix di genere era quello), e magari a pranzo discuteva dell'affare, rassicurando l'imprenditore sul fatto che avrebbe deliberato favorevolmente l'affidamento.

Questo mondo è finito da almeno 15 anni.

Oggi il processo del credito presso tutti gli intermediari si svolge più o meno così: **una fase di valutazione automatica, una di valutazione manuale e una di delibera**. Nella fase di valutazione automatica i dati dell'impresa vengono inseriti in un **sistema di rating** che sulla base di algoritmi statistici assegna una valutazione preliminare di merito creditizio; nella fase di valutazione manuale un analista rivede i dati dell'azienda per darne una presentazione sintetica ma completa che orienti chi decide nella direzione giusta, e nella fase di delibera un soggetto decide se concedere o meno il credito sulla base dei due passi precedenti.

Nella maggior parte dei casi, nessuno dei soggetti da cui dipende la valutazione ha visitato l'azienda, né ha parlato con l'imprenditore, né ha avuto modo di farsi un'idea di prima mano. Certo, il gestore o il direttore di agenzia conoscono l'imprenditore e l'impresa, l'hanno visitata e se favorevolmente colpiti hanno cercato di trasmettere la loro buona impressione, ma la cosa si ferma lì.

Come si presenta quindi l'azienda a chi la legge? Anzi, facciamo un altro passo indietro: cosa cerca chi "legge" un'azienda? Chi esamina l'azienda cosa vuole trovare per poter dire che l'azienda può essere finanziata?

1.2 COSA CERCA CHI FINANZIA L'IMPRESA

Essenzialmente quattro cose: redditività, patrimonio, equilibrio, prospettive.

Redditività: chi concede il credito lo fa ad un business profittevole. Certo, ci sono i fondi di venture capital e l'equity crowdfunding che di fronte ad aziende in perdita, ma con idee innovative e fortemente disruptive, scommettono cifre anche notevoli... ma questi sono casi che si contano sulle dita di una mano. Noi stiamo parlando di PMI italiane con esigenze di credito, e gli operatori del mercato cercano aziende che generano margini positivi.

Patrimonio: di chi è l'azienda? Il finanziatore non è un socio: il credito bancario è debito per l'impresa, e in quanto debito deve essere protetto da un adeguato cuscinetto di mezzi propri nei confronti delle avversità di mercato. Le aziende italiane non sono mediamente molto capitalizzate, specie le PMI, ma per essere convincente nei confronti di un finanziatore esterno l'impresa deve dimostrare di potere autofinanziarsi. La banca non è un socio né lo deve diventare, per il bene più dell'impresa che della banca stessa.

Equilibrio: nessuno vuole mettersi in affari con qualcuno che è in bilico. Chi presta denaro cerca una controparte che sia sufficientemente solida da poter sopportare qualche imprevisto più o meno grave senza scomporsi troppo: l'azienda vive in un mondo analogico, e per affrontarlo deve avere dei margini di sicurezza. Più questi sono sottili, più il finanziatore prudente si terrà alla larga.

Prospettive: dove sta andando l'azienda? C'è un percorso chiaramente definito che sta seguendo, o si lascia trascinare dalla corrente senza un obiettivo preciso? E dispone dei mezzi e della strategia per raggiungere gli obiettivi che si è data, o si limita a sperare in circostanze favorevoli? Di solito il denaro va verso una visione chiara e concreta, non verso una speranza.

1.3 GLI STRUMENTI PER PRESENTARSI

Chi decide si basa su tre elementi: **bilancio, centrale dei rischi e business plan**. Questi sono i tre elementi su cui l'impresa viene valutata, e come un buon imprenditore prepara con accuratezza la visita del potenziale cliente in modo che tutto sia pronto per fare bella figura, così anche la visita virtuale del potenziale finanziatore sui dati aziendali deve essere accuratamente preparata. E come per la visita fisica in azienda, la buona impressione si fa solo se alle spalle i fondamentali sono a posto, diversamente l'interlocutore navigato capirà subito dove guardare per trovare l'inghippo.

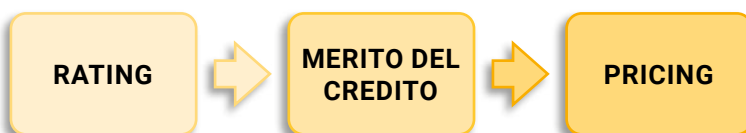
Quindi dobbiamo occuparci di fare in modo che la buona impressione che l'azienda dà di persona **emerga anche nel bilancio, nella centrale dei rischi e nel business plan**.

Il bilancio: per una micro impresa, una società di persone o una ditta individuale può non esserci, o può dire solo una piccola parte della verità. Per le aziende micro, i sistemi di valutazione pesano relativamente poco i dati contabili, e si basano invece sulla storia creditizia. Per le PMI non è così: **il bilancio ha un peso determinante** nell'attribuzione del merito creditizio, e sono la sua ricchezza o povertà di informazioni che orientano il finanziatore. Una cosa va sempre tenuta a mente: il finanziatore tende ad essere prudente, e chi è prudente non si addentra dove non riesce a farsi un'idea chiara.

La centrale rischi: come fare a capire se un'azienda merita la concessione di nuovo credito? Guardando come sta gestendo il credito attuale. Questo fattore ha un peso determinante per le micro imprese, ma anche per le PMI è molto rilevante: se un'azienda è irregolare nel gestire il credito che ha a disposizione, ben difficilmente un nuovo finanziatore vorrà gettarsi nella mischia. Al contrario, se un'azienda dimostra di saper gestire con tranquillità le proprie fonti finanziarie attuali rassicura anche il potenziale futuro finanziatore.

Infine, **il business plan**. Bilancio e centrale rischi guardano il passato, il business plan guarda il futuro: dove vuole arrivare l'impresa nei prossimi mesi e anni? Quali progetti deve finanziare? Si tratta di ordinaria gestione corrente, o vi sono piani di crescita, trasformazione, evoluzione? Quanto sono fondate e attendibili le prospettive presentate? Quanto chiare sono le idee della proprietà, e quanto efficaci gli strumenti in mano al management? Tutto questo è il business plan.

LA CATENA DEL CREDITO



2. Il bilancio

2.1 UNO STRUMENTO DI COMUNICAZIONE E PRESENTAZIONE

I bilanci sono un po' di tutte le misure: da quelli di poche facciate a quelli di centinaia di pagine. Le modalità di redazione del bilancio sono normate dal Codice Civile, ma in sostanza i tipi principali sono 3, di complessità e completezza crescenti: bilancio delle microimprese, bilancio abbreviato e bilancio ordinario.

Il bilancio delle microimprese non lo considereremo in questo quaderno: lo redigono le aziende che fatturano meno di 350.000 euro e hanno un attivo inferiore a 175.000 euro; si tratta di una fascia più vicina al segmento persone fisiche retail che alle imprese; per lo più si tratta di aziende artigianali o commerciali e, quindi, in genere viene valutata in maniera quasi del tutto automatica.

Il bilancio ordinario è quello più completo e comprende 4 parti: **Stato Patrimoniale, Conto Economico, Rendiconto Finanziario e Nota Integrativa, più la Relazione degli amministratori sulla gestione**. Nella sua forma e nei suoi contenuti il bilancio ordinario descrive l'azienda sia a consuntivo sull'esercizio chiuso che, in qualche misura, sulle prospettive future dell'impresa. Le informazioni contenute nel bilancio ordinario sono precisamente normate, e le tabelle della Nota Integrativa, se il documento è stato redatto in maniera corretta e completa, raggiungono un livello di dettaglio tale da non richiedere ulteriore documentazione contabile a supporto.

La parte chiave di questa affermazione è però il "se": come in tutte le cose, se il bilancio viene redatto attenendosi al minimo indispensabile per non violare nessuna norma, avendo come obiettivo principale di non spendere troppo dal commercialista, la sua esaustività sarà scarsa. Al contrario, l'impresa consapevole del fatto che **il bilancio è il documento di presentazione più importante** gli dedicherà tempo e risorse economiche adeguate. L'importante è sapere quello che si vuole: o si risparmia sul bilancio, o si presenta bene l'azienda. E non è detto che si risparmi davvero: un bilancio

povero di informazioni si accompagna a lunghi scambi di mail con la banca per chiarire tutti i punti non spiegati.

Il bilancio abbreviato è una via di mezzo tra i due precedenti: possono redigerlo le imprese che rispettano almeno due dei seguenti parametri: un totale di Stato Patrimoniale sotto 4.400.000 euro, ricavi da vendite e prestazioni sotto 8.800.000 euro e meno di 50 dipendenti. Le sue caratteristiche sono l'assenza del rendiconto finanziario e una nota integrativa molto semplificata, ovvero poverissima di informazioni. **Il suo utilizzo è una possibilità**, non un obbligo: chi desidera e ha i parametri può utilizzarlo, mettendo in conto il fatto che alla prima richiesta di finanziamento dovrà integrare le informazioni mancanti con lunghi scambi di mail; chi invece decide di investire sulla trasparenza aziendale utilizzerà la forma ordinaria anche se non è obbligato.

2.2 I VALORI DEL BILANCIO

Qualunque sia la sua forma di redazione, il **bilancio conterrà una serie di informazioni** che saranno valutate da chiunque debba stabilire se un'azienda merita o meno il credito, e che quindi con le buone o con le cattive dovranno emergere.

Ricordiamoci, peraltro, che il bilancio delle società di capitali viene depositato presso le camere di commercio e diventa così pubblico; è quindi a disposizione dei cosiddetti stakeholder, ad esempio gli enti pubblici, i concorrenti, più in generale coloro che vogliono conoscere la nostra impresa e, appunto, i potenziali soggetti finanziatori.

Faremo di seguito una sintetica carrellata dei principali valori la cui entità guiderà i finanziatori verso la **decisione di concedere o meno il credito**.

2.2.1 Il Patrimonio Netto

Il Patrimonio Netto è il **valore attuale teorico dell'impresa**: se l'azienda dovesse chiudere in questo preciso istante, il patrimonio netto è ciò che resta in tasca ai proprietari dopo che tutti i crediti sono stati riscossi e tutti i de-

biti sono stati onorati. Il suo valore è soltanto consuntivo, cioè tiene conto solo dell'andamento passato e non delle prospettive future, ma ha un peso determinante per il finanziatore: se un socio di capitale, cioè un soggetto che vuole assumersi il rischio d'impresa, è più interessato al futuro che al passato, un finanziatore è invece di solito più orientato alla sicurezza, e quindi cerca di assicurarsi che fino ad ora l'azienda sia andata bene.

Il Patrimonio Netto non è un unico oggetto ma un insieme composto di più parti diverse tra loro. La prima è il **capitale sociale**, che è il denaro che la proprietà ha apportato in azienda con l'intenzione di lasciarlo lì per sempre. E' la componente più stabile del Patrimonio Netto, e dal punto di vista qualitativo è generalmente considerato un indice della fiducia che ha la proprietà nell'azienda. Certo vi sono eccezioni: non tutti sono ricchi di famiglia, e molte start-up o early-stage hanno un capitale basso, ma per le aziende di costituzione non recente è necessario che il capitale sia adeguato.

Vi sono poi le riserve, che sono tante e di diversi tipi. Le esamineremo quindi per categorie, tralasciando quelle che per lo più hanno carattere meno rilevante dal punto di vista quantitativo.

Le **riserve di utili** sono tra quelle che il finanziatore ama vedere. Sono costituite da utili di esercizio accantonati nel corso del tempo, e dicono sostanzialmente due cose: la prima, che l'azienda è stata in grado nel tempo di produrre marginalità, e la seconda, che la proprietà ha preferito lasciare questa marginalità a rafforzamento dell'impresa piuttosto che prelevarla, come peraltro sarebbe stato suo diritto.

Le **riserve di valutazione**, invece, vengono sempre considerate con attenzione per non dire scetticismo: si formano solitamente quando, grazie a particolari normative, l'azienda prende dei beni che a bilancio hanno un determinato valore che non rispecchia quello reale, li sottopone ad un professionista esterno che ne valuta il valore reale attuale (che si immagina superiore), e a bilancio imputa nell'attivo il nuovo valore e nel passivo la differenza come riserva di patrimonio netto. Questo da una parte rinforza il patrimonio aziendale, ma dall'altra è ben chiaro che lo fa senza che sia immesso in azienda un solo euro. Inoltre, la valutazione del professionista, seppure effettuata con tutte le competenze e la perizia del caso, è un'operazione di carta: se ho un macchinario che a bilancio vale 50.000 euro perché è quasi del tutto ammortizzato, e il professionista lo rivaluta a 500.000 euro perché è a bassa obsolescenza e ben mantenuto, questo non significa che io possa trovare qualcuno disposto ad acquistarlo a quel-

la cifra. Peggio ancora per gli immobili: un capannone può avere un valore di perizia che nessuno sul mercato è disposto a pagare. Quindi le riserve di valutazione sono un elemento da considerare con cautela: possono aiutare, ma si portano dietro anche margini di incertezza.

Le **riserve in conto futuro aumento capitale** sono tendenzialmente un elemento positivo: vogliono dire che la proprietà ha deciso di apportare denaro in azienda come capitale di rischio, e questo è segno di fiducia nel business e di coinvolgimento da parte della proprietà. Attenzione però ad un elemento: queste riserve stanno per diventare capitale ma non lo sono ancora; se rimangono transitoriamente a bilancio sono un buon indicatore, se invece mettono radici e si ritrovano esercizio dopo esercizio fanno venire il sospetto che la volontà di aumentare il capitale non ci sia seriamente, perché finché non sono diventate capitale possono anche essere ridistribuite ai soci.

Vi è poi la **riserva di sovrapprezzo delle azioni**: è rappresentata dalla differenza tra il valore nominale del capitale sottoscritto e quanto effettivamente versato dal socio, e anche se può essere presente fin dalla costituzione dell'impresa, generalmente dipende dall'ingresso di nuovi soci. Semplificando, pensiamo ad un'azienda che ha un capitale sociale di 9.000 euro ma un patrimonio netto di 99.000 euro: se un nuovo socio entra sottoscrivendo un aumento di capitale di 1.000 euro, dopo la sottoscrizione sarà padrone di 1/10 dell'azienda, quindi di 1/10 del suo patrimonio netto: versa 1.000 ed è padrone di 10.000. Non sarebbe un grande affare per gli altri soci: verserà quindi 1.000 di capitale e 10.000 di sovrapprezzo, così il capitale passerà a 10.000, il patrimonio netto a 110.000 e tutti i soci avranno partecipato allo stesso modo alla costituzione del patrimonio netto. La presenza di questa voce è positiva perché indica sia che l'azienda è stata considerata un buon investimento da un soggetto che ha apportato capitale di rischio, sia che la proprietà è aperta allo sviluppo del business coinvolgendo nuovi soggetti imprenditori.

Lasciamo stare le altre riserve per passare ad un'altra voce che invece nel patrimonio netto non entra: il **finanziamento soci**. Se i soci finanziano la società con un prestito diventano tecnicamente un finanziatore come tutti gli altri: il finanziamento soci per l'impresa è debito, quindi è un segnale ambivalente. Da una parte, è positivo che la proprietà metta mano al portafoglio; dall'altra, il denaro è stato versato con tutte le tutele dovute al fatto che si tratta di debito, quindi con diritti precisi e con previsione di rimborso, il che indica che la fiducia nel business c'è ma è relativa. Se la proprietà

vuole migliorare il profilo patrimoniale in modo determinante la soluzione è una: convertire il finanziamento soci in capitale.

Ma quanto patrimonio netto ci vuole?

Dipende a chi lo si chiede. Per il Fondo Centrale per la garanzia delle PMI, prima della riforma, un livello del 10% era considerato adeguato. In realtà il 10% è un valore davvero basso: in linea generale, un valore intorno al 20 - 25% è adeguato, con valori intorno al 30 - 35% considerati molto positivamente dai finanziatori.

2.2.2 Il Margine Operativo Lordo

Il **MOL - Margine Operativo Lordo** è il valore che indica la capacità dell'azienda di produrre reddito con la sola gestione operativa. Ci sono diversi metodi per calcolarlo, e nella letteratura attuale viene spesso considerato come sinonimo di EBITDA, ma noi ci concentreremo sulla sua natura "tradizionale" di valore attinente alla gestione operativa.

Il MOL comprende i ricavi ed i costi di tipo operativo: sono quindi escluse, per esempio, le componenti finanziarie come gli interessi passivi, le componenti figurative come gli ammortamenti e gli accantonamenti, e naturalmente le componenti fiscali. Se vogliamo considerare il MOL nella sua accezione operativa, cioè attinente alla sola attività produttiva propria dell'impresa, dobbiamo escludere anche la cosiddetta gestione extracaratteristica, cioè le poste di tipo o eccezionale o non attinente all'attività principale. Qualche esempio per chiarire: se un'officina meccanica vende un proprio macchinario produttivo e realizza una plusvalenza perché ne ricava più di quanto il macchinario valesse a bilancio, questo non rientra nella gestione caratteristica. Se un'azienda realizza migliorie su propri beni, e la differenza positiva di valore viene imputata a ricavo, nemmeno questo rientra nella gestione caratteristica. Infine, i contributi pubblici sono sempre per loro natura estranei alla capacità aziendale di generare reddito.

Purtroppo, le cose non sono sempre così lineari. Pensiamo ad un'azienda che vende al dettaglio: sui grandi quantitativi i resi sono parte del business, eppure sono spesso indicati come componente extracaratteristica. Del pari, un'azienda che realizza lavorazioni su lamiere metalliche finché lavora avrà lo sfrido da rivendere, ma anche questo è spesso indicato come componente extracaratteristica.

In poche parole, il MOL è un valore che deve essere costruito con intelligenza, cercando di fare sì che rispecchi il più possibile la reale marginalità effettiva dell'impresa. Da una parte non basta vedere un utile finale per essere sicuri della redditività di un'impresa, perché questo può essere influenzato da componenti che non hanno a che fare con l'attività propria, ma dall'altra nemmeno un calcolo meccanico dei valori può dar conto della reale capacità di generare reddito da parte di un'impresa.

2.2.3 Gli oneri finanziari

A parte i soci di animo più nobile, **nessuno presta denaro gratuitamente**: il mestiere di fondo delle banche è avere una differenza positiva tra il tasso al quale prestano il denaro ed il tasso al quale se lo fanno prestare, e lo stesso vale per chiunque abbia come business il prestare il denaro.

Il **costo del denaro** è soggetto ad una miriade di variabili: negli ultimi anni, ci siamo abituati ad avere a che fare con situazioni macroeconomiche globali che nell'arco di poche settimane quando non addirittura di giorni impattavano sulle condizioni economiche del credito. Al nocciolo di tutto, però, c'è un'informazione fondamentale: il costo del denaro pagato da un'azienda è **proporzionale alla fiducia che i finanziatori hanno nei confronti dell'azienda**. A parità di tutte le altre condizioni (che, come abbiamo appena detto, dipendono da un insieme di variabili che vanno molto al di là di quanto un'impresa possa governare) l'impresa che il finanziatore considera più affidabile pagherà un tasso di interesse inferiore rispetto all'impresa considerata meno affidabile.

Naturalmente è tutto relativo: un'impresa corporate di alto standing pagherà magari l'1% mentre una di basso standing pagherà il 3%, mentre in ambito small business un'impresa di alto standing potrà pagare il 4% contro un 9% della vicina ad alto rischio, ma il prezzo sarà comunque collegato all'opinione che i finanziatori hanno dell'impresa.

Gli oneri finanziari confrontati con i debiti finanziari portano al **tasso medio del debito**, quindi ci dicono cosa "il mercato", questo fantasma anonimo e informe che è poi dato dalla somma di tutti i soggetti finanziari, pensa della capacità di un'azienda di rimborsare il debito. Se invece paragoniamo gli oneri finanziari con il margine, ed in particolare con il MOL, vedremo quanto della redditività dell'azienda è assorbito dalla gestione finanziaria. Questo è un valore che l'impresa deve tenere sotto stretto controllo: se gli

oneri finanziari assorbono una parte troppo importante del MOL ciò indica che l'azienda non ha la capacità di sostenere il debito. Su questo punto torneremo successivamente.

2.2.4 Il magazzino

Con il termine "magazzino" si indica colloquialmente un insieme molto variegato di poste di bilancio, la cui entità e consistenza dipende in prima istanza dal settore di attività e dal modello di business. Pensiamo al magazzino di un'impresa edile rappresentato da un immobile in costruzione: può essere l'unica posta rilevante dell'attivo di bilancio, e la sua crescita per via dell'avanzamento lavori può essere l'unica componente positiva di conto economico in presenza di ricavi pari a zero. Al capo opposto dello spettro, pensiamo ad un corriere espresso, che facilmente non avrà alcuna voce di rimanenza.

Si tratta quindi di una voce la cui consistenza numerica da sola dice poco. Come possiamo fare a capirci qualcosa? Anzi, come possiamo capire se i numeri che vediamo sono indice di buona salute o di anomalia?

Innanzitutto, **il magazzino assorbe liquidità**: l'azienda necessita di denaro per affrontare il percorso che va dall'acquisto della materia prima o merce alla sua vendita passando per tutte le fasi intermedie, e più sono lunghe o onerose le fasi intermedie, maggiore è questa necessità. Se un'azienda ha un valore di magazzino basso, le sue esigenze di liquidità a breve termine saranno per lo più inferiori di quelle di un'azienda con magazzino più consistente.

Se il magazzino è di entità ridotta, quindi, potremo evitare di concentrarci su di esso: male che vada, assorbirà comunque poco. Ma se il magazzino è più importante?

Innanzitutto, dovremo capire se il suo valore è coerente con il business dell'impresa: il settore di attività comporta la necessità di fare scorte di materie prime, o di avere importanti valori di lavori in corso o prodotti finiti?

In secondo luogo, **come si rapporta il magazzino con gli altri valori aziendali**? Rimanenze di prodotti finiti che salgono a fronte di ricavi delle vendite in calo sono indice di un'azienda in difficoltà, che accantona prodotti perché non riesce a venderli. E questo generalmente è anche visibile dal conto economico: se l'utile è in larga parte riconducibile all'incremento delle

rimanenze, o l'azienda sta affrontando una fase di transizione dei prodotti venduti, perché ad esempio ha acquisito grosse commesse con lunghi tempi di lavorazione e consegna, oppure è in difficoltà, e l'utile visibile è solo sulla carta.

Infine, l'entità del magazzino è coerente con la sua natura? Detto in modo un po' paradossale: un ferramenta può avere in magazzino tutti i martelli che vuole, tanto è difficile che questa tecnologia diventi obsoleta; un produttore di schede di memoria SD è bene non ne abbia troppe in magazzino, perché a parità di costo la capienza raddoppia ogni 18 mesi, e le schede vecchie sono invendibili.

2.1.5 Il ciclo monetario

La vita di un'azienda di produzione industriale funziona così: acquisto materia prima, la lavoro e la vendo. La vita del denaro che transita nell'azienda segue più o meno lo stesso percorso, ma con alcuni scostamenti temporali: acquisto le materie prime e le pago con una dilazione, le materie prime e i prodotti in lavorazione e lavorati trascorrono del tempo in magazzino, poi li vendo e vengo pagato con un'altra dilazione. Dal punto di vista del flusso del denaro, l'impresa ha un gap da affrontare, che è l'intervallo tra quando le vendite si trasformano in incasso (**flusso in entrata**) e quando gli acquisti si trasformano in pagamenti (**flusso in uscita**). In mezzo sta il magazzino, che non è un'uscita vera e propria, ma il tempo che materie e prodotti trascorrono in magazzino è un ulteriore fattore che ritarda la vendita e quindi gli incassi.

Un esempio può essere di aiuto. Poniamo che io paghi i fornitori a 60 giorni, il mio magazzino abbia una giacenza media di 45 giorni e i miei clienti mi paghino a 90 giorni: il mio **ciclo monetario** è dato da credito clienti più giacenza di magazzino meno debito fornitori, cioè $90 + 45 - 60 = 75$ giorni. In altre parole, per funzionare mi serve denaro sufficiente a sopravvivere per i 75 giorni che passano tra quando pago e quando vengo pagato.

Questo valore è fondamentale, ed è molto più importante delle sue singole componenti: siamo spesso abituati a ragionare sui tempi di incasso e pagamento da soli, ma è la loro correlazione la vera chiave dell'equilibrio del circolante aziendale. I tempi in sé possono anche essere lunghi, ma se ben correlati potranno essere gestiti senza eccessive difficoltà.

2.1.6 Il debito finanziario

Tutto ciò che si trova nel passivo, e non è patrimonio netto, è debito, e il debito si può classificare in base a chi è il creditore. Per le aziende che accedono al sistema bancario, **ovviamente il debito più “delicato” è quello finanziario**: se un'azienda viene finanziata dai soci non ha grandi necessità di essere valutata positivamente da altri, e per quanto riguarda i debiti commerciali farsi concedere una dilazione da un fornitore, nella maggior parte dei casi, non richiede di sottoporsi ad una particolare procedura valutativa.

Il debito finanziario è diverso: innanzitutto si tratta di denaro effettivamente versato da qualcuno, diversamente dai debiti commerciali, poi il soggetto è estraneo all'azienda, diversamente dal finanziamento soci, ed infine il soggetto finanziatore deve decidere liberamente di concedere il denaro, diversamente dall'Erario...

Il debito finanziario dà la misura puntuale dello stato di salute dell'azienda: il suo rapporto con il patrimonio netto dice quanto l'azienda **riesce a sostenere da sola le proprie esigenze** e quanto invece debba farsi sostenere; il suo costo dice quanto il mercato valuta affidabile e solida l'azienda; il suo trend di crescita o calo dice come si sta evolvendo la struttura dell'impresa; la sua composizione tra breve termine e medio lungo termine dice dove si concentrano le principali esigenze dell'impresa.

Un debito finanziario sano è fisiologico e segno di buona salute, un debito finanziario gestito con leggerezza o contratto per tamponare disequilibri strutturali è invece fonte di pericolo, e tende ad aggravare le situazioni di tensione preesistenti.

2.3 GLI INDICI ECONOMICI

Fino ad ora abbiamo affrontato per lo più dei valori assoluti, ma la chiave della valutazione di un'impresa si rileva più dagli indici che dai valori assoluti. **Gli indici sono di tre tipi: economici, patrimoniali e misti**, ovvero legati a grandezze sia economiche che patrimoniali.

Gli indici sono a decine, ed anche uno stesso indice può essere calcolato in diversi modi. Peggio ancora, molto spesso non c'è un modo corretto o sbagliato di calcolare un indice, ma è l'informazione che l'indice trasmette ad essere diversa a seconda di quale metodo si è utilizzato per calcolarlo. Proveremo quindi a prendere in esame qualche indice e sceglieremo un modo di calcolarlo in base all'informazione che vogliamo acquisire.

Quando si parla di un'azienda, la prima domanda che generalmente ci si fa da profani è "ma quanto guadagna?"

Partiremo quindi da qui.

2.3.1 La marginalità

Ci sono molti indici per calcolare la marginalità, ciascuno con il suo numeratore e il suo denominatore calcolati in maniera diversa. Ma noi cosa vogliamo scoprire? La domanda che pare più attinente per valutare un'impresa è se la sua attività propria è redditizia, quindi partiremo da qui.

Al denominatore ci sarà l'attività propria, cioè i ricavi delle vendite. Nel bilancio la voce è la A1 del conto economico, ma con un'attenzione: se in questa voce dovessero esserci delle componenti non proprie (che è difficile) andranno escluse; se al contrario vi sono altre componenti presenti in altre voci queste andranno incluse.

Al numeratore, invece, si metterà la differenza tra i ricavi da attività propria di cui sopra e i costi propri dell'azienda, cioè il **MOL** di cui abbiamo già parlato. Ma quali sono i costi propri? Senz'altro i costi per materie prime, i costi per servizi ed i costi per il personale... ma poi ci sono gli altri costi di struttura, che andranno individuati con pazienza e olio di gomito. Nel conto economico c'è la voce "oneri diversi di gestione", che comprende tutto ciò che non ha una classificazione propria. Per calcolare il MOL in modo coerente con l'obiettivo che ci siamo dati bisognerà analizzare questa voce e

utilizzare solo le componenti di natura ordinaria.

Al termine di questo processo scopriremo **quanto margine genera l'azienda con la sua attività ordinaria**. Questo valore potrà anche differire in maniera rilevante dal risultato di bilancio: ad esempio, non sono comprese le svalutazioni, quindi se l'azienda ha dovuto svalutare dei crediti perché i suoi clienti non l'hanno pagata, questo costo non sarà compreso nel nostro MOL. Al contrario, se l'azienda avrà capitalizzato costi di ricerca e sviluppo, o avrà ricevuto contributi in forma di crediti fiscali per attività di investimento, questi ricavi per quanto rilevanti e segno di buona salute aziendale non saranno inclusi.

Il MOL così calcolato ci dice se l'impresa è redditizia nella sua attività day by day. Ma quali sono i valori "giusti"?

In realtà non ci sono, molto dipende dal settore e dalla strategia aziendale. Il settore: il commercio all'ingrosso tipicamente deve muovere grandi quantità di merce con una marginalità percentuale scarsa, mentre una società di consulenza genererà margini elevati con un giro d'affari relativamente ridotto; per un'azienda industriale un buon valore di MOL è intorno al 20%, ed un valore superiore al 10% è in genere accettabile.

2.3.2 Il DSCR e la copertura del servizio del debito

Di cosa si tratta? L'acronimo significa "debt service coverage ratio", cioè **coefficiente di copertura del servizio del debito**: date le uscite per cassa di un'azienda, il valore indica quanto le entrate per cassa coprono questa necessità. Anche in questo caso vi sono molti modi per calcolarlo, e ciascuno è giusto e ciascuno dà un'informazione vera sull'impresa.

In tutti i metodi al numeratore ci saranno le entrate di cassa ed al denominatore le uscite: noi ci concentreremo sulla sola copertura delle uscite finanziarie con gli incassi della gestione ordinaria, che è la parte della gestione del ciclo della cassa che ci dà conto dell'equilibrio della gestione ordinaria dell'impresa.

Per capire cosa si intende per gestione ordinaria spieghiamoci meglio. La mia azienda paga i fornitori con una dilazione di 60 giorni, e ogni mese paga 100.000 euro. Mettiamo che mi servano 200.000 euro per pagare le tredicesime: se convinco i miei fornitori a spostare il pagamento a 120 giorni, mi troverò in tasca 200.000 euro in più. Avrò creato liquidità, che

userò per pagare le tredicesime. Solo quest'anno, però: se volessi ripetere il gioco l'anno prossimo, dovrei convincere i fornitori a farsi pagare a 180 giorni. E' evidente che questo non è un caso di gestione ordinaria della cassa, perché le dilazioni non possono crescere per sempre.

Al contrario: il mio cliente principale mi paga a 90 giorni e da lui incasso 200.000 euro al mese, mi chiede di passare a 120 giorni: sono spariti 200.000 euro di liquidità, e dovrò trovare il modo di recuperarli. Anche qui, se il mio cliente volesse ripetere il gioco, mi troverei un altro cliente. E' evidente che anche questo non è un caso di gestione ordinaria della cassa.

A noi quindi non interesserà qui capire come si crea o si assorbe la cassa in circostanze eccezionali: vogliamo capire se l'azienda riesce ad onorare i debiti bancari (principalmente le rate dei mutui) con i suoi incassi ordinari. Se un'azienda è regolare nelle rate perché ha rinegoziato nel corso dell'esercizio tutte le dilazioni di pagamento, questo non è per noi segno di equilibrio: vogliamo occuparci della gestione ordinaria.

Prenderemo quindi in considerazione due grandezze. Al denominatore quella facile: la somma delle rate annue dei finanziamenti. E al numeratore? E' un po' più complesso: se abbiamo il rendiconto finanziario dell'azienda, possiamo prendere le voci dei flussi finanziari derivanti dall'attività operativa, fermandoci prima delle variazioni del capitale circolante netto. Se non ce l'abbiamo, dovremo fare a mano: il modo più semplice è prendere l'utile ed aggiungere i costi figurativi, cioè gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni. L'importante è ricordare che tutti questi valori ci portano ad approssimazioni ragionevoli, che vanno inquadrare nel contesto dell'attività aziendale.

E se capita qualcosa di particolare? Ad esempio, se cresce il magazzino, assorbendo liquidità? Se l'azienda ha acceso un finanziamento per il circolante, generando liquidità che però andrà restituita? Bisognerà esaminare il bilancio e capire se il DSCR che abbiamo calcolato è effettivamente coerente con la situazione aziendale.

E qual è il valore adeguato?

Va da sé che tutti i casi in cui le uscite superano le entrate non sono accettabili. **Generalmente un valore di 1,5 è considerato adeguato**, con 1,2 come soglia minima.

2.3.3 Il rapporto oneri finanziari/MOL

I debiti finanziari sono accompagnati dal loro tasso di interesse, che come abbiamo detto in precedenza è un buon indicatore di come il mercato vede la qualità di un'azienda. Se paragoniamo gli oneri finanziari con il MOL, invece, abbiamo uno strumento di autovalutazione sulla sostenibilità aziendale.

Abbiamo visto come il MOL che ci interessa calcolare sia la misura della marginalità lorda che un'azienda genera con la sua attività ordinaria. Per svolgere la sua attività, generalmente, l'azienda accede al credito bancario: la domanda che ci poniamo è quindi quanta parte della marginalità va a ripagare il debito contratto. In altre parole: mi indebito per produrre fatturato e quindi margine, ma quanto di questo margine se lo rimangia il debito stesso? Dalla risposta dipende la sostenibilità del debito aziendale: con il MOL bisogna anche sostenere gli ammortamenti, le svalutazioni, le tasse, e possibilmente anche remunerare la proprietà: se gli oneri finanziari assorbono una parte eccessiva del MOL significa che l'azienda è in un circolo vizioso in cui il debito sostiene sé stesso e basta.

Qual è quindi il valore ottimale del rapporto da oneri finanziari e MOL? Una risposta definitiva non c'è, perché dipende dal peso delle altre voci sostenute dal MOL stesso. Quello che è chiaro è che **gli oneri finanziari sono il prezzo di uno strumento aziendale** e non possono essere la principale destinazione del margine.

2.4 GLI INDICI PATRIMONIALI

L'altro ambito nel quale le relazioni tra le grandezze sono importanti è lo stato patrimoniale. Abbiamo già parlato del patrimonio netto, indicandone la composizione e la qualità delle varie voci; ora prenderemo in esame l'intero ambito del passivo per capire come inquadrarlo nel conteso delle fonti finanziarie dell'impresa; poi affronteremo anche le voci dell'attivo.

2.4.1 – Le fonti di finanziamento

Suddividendo il quadro generale in base a chi è il nostro creditore, possiamo **dividere le fonti di finanziamento in tre grandi categorie**: le nostre tasche (i mezzi propri), i soggetti ai quali dobbiamo pagare acquisti o prestazioni, e quelli che ci hanno effettivamente dato del denaro fresco. Queste sono, naturalmente semplificando, le tre fonti principali: **autofinanziamento, debiti commerciali e debiti finanziari**.

I debiti commerciali hanno generalmente carattere negoziale: i tempi di pagamento ai fornitori sono discussi con i fornitori stessi, e si cerca di mantenerli il più vicino possibile ai tempi di incasso dei ricavi in modo da non avere necessità di reperire liquidità altrove. La consistenza e l'entità dei debiti commerciali ha a che fare con la natura sia del bene o servizio acquistato che con il settore di attività dell'impresa: ad esempio, le utenze energetiche e gli affitti in condizioni ordinarie raramente sono saldati con dilazioni rilevanti, mentre le materie prime sono per lo più pagate a scadenza. Parimenti, per un'azienda di commercio all'ingrosso, dove il delta tra costo degli acquisti e ricavo tende ad essere esiguo, i tempi di pagamento dei fornitori saranno allineati se non superiori ai crediti clienti, e rappresenteranno una parte molto consistente del passivo.

La terza fonte di finanziamento è, naturalmente, il canale bancario, da sempre croce e delizia del mondo imprenditoriale. Le banche sono il capitale di terzi per eccellenza: sono soldi freschi, sono erogati da soggetti specializzati, arrivano al termine di una valutazione per lo più approfondita della richiesta e del richiedente.

Ce ne sono di molti tipi diversi, collegati con l'esigenza finanziaria da coprire: la cassa per coprire le uscite in modo flessibile ed indifferenziato, gli anticipi per avvicinare l'entrata di cassa di vendite che diversamente si sarebbe concretizzata con dilazione, i mutui di breve durata per le scorte,

quelli di media durata per i macchinari e quelli di lunga durata per gli immobili. Non prenderemo qui in considerazione tutte le caratteristiche connesse con le forme tecniche, perché fuori dal focus del nostro discorso, ma ci limiteremo ad un suggerimento: la durata del finanziamento dovrebbe essere coerente con la durata del bene o servizio acquistato. Questo vale soprattutto per le forme di finanziamento rateali: il mutuo acceso per acquistare qualcosa deve arrivare ad essere completamente rimborsato entro il momento in cui la cosa acquistata ha assolto il proprio compito. Un esempio: se acquisto un macchinario che sarà fungibile per 7 anni, il mutuo con cui lo acquisto dovrà avere una durata massima di 7 anni, se ce la faccio anche di 5; quello che non deve succedere è che io mi trovi a pagare le rate di un macchinario che non genera più ricavi per l'impresa.

Stiamo ovviamente parlando di situazioni normali, e il periodo della pandemia tutto è fuorché normale. Ma allora ha senso indebitarsi oggi con mutui di liquidità per finanziare il circolante, che per sua natura ha durata di pochi mesi?

Sì, se l'azienda ha avuto conseguenze negative per via della situazione, perché stiamo facendo un'operazione diversa: stiamo spalmando sul futuro un'esigenza di cassa che oggi, con la gestione ordinaria, non riusciamo a soddisfare, perché la gestione ordinaria è compromessa da una situazione anomala ma transitoria.

No, se l'azienda non ha avuto conseguenze negative dalla pandemia, perché è vero che avere più liquidità fa sempre comodo, ma se al momento della ripresa il DSCR sarà già al limite per via dei mutui precedentemente contratti, può non esserci più spazio per investire, e l'azienda rischia di arenarsi.

2.4.2 I mezzi propri

Parlando del patrimonio netto ci eravamo già chiesti quanto ce ne volesse, e la risposta a spanne era stata che un valore intorno al 20 – 25% è adeguato, con valori intorno al 30 – 35% considerati molto positivamente dai finanziatori.

I mezzi propri sono il cuore finanziario dell'impresa: scopo di ogni impresa è produrre e distribuire ricchezza, e ragionando per paradossi se l'impresa non è in grado di generare ricchezza sufficiente ad avere una qual-

che misura di autosostentamento, difficilmente un soggetto esterno potrà avere ragionevole certezza della sua solvibilità. Tradizionalmente l'Italia è stata un Paese di imprese povere ed imprenditori ricchi, ma tre riforme di Basilea e la convivenza ormai ventennale con i sistemi di rating ci hanno ormai chiarito che per accedere al credito bancario non è questa la strada giusta (da questo punto di vista, la possibilità di costituire società di capitali con 1 euro sotto il profilo culturale non ha aiutato...).

A prescindere dalle cifre, l'impresa deve presentare **un equilibrio tra i mezzi propri ed i mezzi di terzi**, perché è il socio a partecipare al rischio d'impresa, il finanziatore fa un altro lavoro.

2.4.3 La leva finanziaria

Guardando il passivo, possiamo restringere il campo ai soggetti che hanno versato denaro in azienda: la proprietà ed i finanziatori. **Il concetto di leva finanziaria è semplice**: un euro di denaro della proprietà quanti euro dei finanziatori mette in moto?

La leva è un oggetto particolare, che può essere guardato da più angolazioni: abbiamo detto fino ad ora che i mezzi propri devono rappresentare una componente adeguata del passivo, ma passando ad un altro punto di vista, una leva di 10 a 1 (cioè ogni euro che ci mette la proprietà i finanziatori ne mettono 10) non sarebbe segno di una grande fiducia del mercato, e quindi un segnale enormemente positivo per l'azienda?

Sì e no.

Ci sono settori che lavorano con leve molto importanti: le aziende di telecomunicazioni e infrastrutture ad esempio hanno tipicamente leve finanziarie molto elevate, ma hanno esigenze di investimento enormi ed appartengono a settori strategici. Per le imprese ordinarie, e per le PMI in particolare, la leva finanziaria deve essere prudente, innanzitutto perché il potere contrattuale che può avere una PMI nei confronti del sistema finanziario è decisamente più modesto di quello di una large corporate.

2.4.4 Gli indici di liquidità

Spostando l'attenzione ai rapporti tra attivo e passivo, una delle prime domande da farsi è come si presenta la situazione di breve termine dell'azienda: le esigenze di cassa di breve periodo sono coperte da disponibilità adeguate? Gli indici di liquidità servono proprio a rispondere a questa domanda.

Il primo è il **margine di liquidità primario** , ed è dato dalla differenza tra disponibilità immediate (cioè saldi di conto corrente e denaro e assegni in cassa) e passività correnti, cioè tutti i debiti esigibili nell'arco di 12 mesi. E' un indice piuttosto brutale, perché tiene conto del solo denaro già disponibile e non di tutte le poste che dovrebbero trasformarsi in denaro nel breve periodo, come crediti clienti e magazzino. Questo indice ben difficilmente avrà un valore positivo, nessuna impresa produttiva ha abbastanza denaro in cassa e sui conti da saldare immediatamente tutti i propri debiti a breve (e se l'avesse ci sarebbe da chiedersi se non ha modi più efficienti per impiegarlo...). La sua utilità è per determinare se in caso di uno scenario drammaticamente avverso ma di breve durata l'azienda ha comunque la capacità di onorare le proprie obbligazioni.

Il **margine di liquidità secondario** invece tra le voci positive tiene conto anche dei crediti clienti, e dà conto di quanto l'azienda mantenga un equilibrio tra entrate e uscite di cassa previste nel breve periodo. Per indicare una situazione di equilibrio questo margine deve essere positivo: se l'impresa prevede che le uscite di cassa superino le entrate, avrà la necessità di colmare il gap trovando delle fonti finanziarie, mentre se le entrate superano le uscite l'impresa genera cassa e aumenta quindi le risorse finanziarie che ha a disposizione.

Questo secondo valore è particolarmente importante perché dà conto della gestione aziendale a regime in condizioni ordinarie: mentre il margine di liquidità primario indica la capacità di resistere ad incidenti di percorso, il margine di liquidità secondario ci parla dell'efficienza dell'assetto dell'impresa.

Il **capitale circolante netto** , infine, include nelle voci positive anche il magazzino, ed è dato dalla differenza tra attivo circolante e passività correnti. Questo è un valore che richiede di essere approfondito perché può dare indicazioni ambivalenti. Per indicare uno stato di salute finanziaria deve essere positivo: le attività correnti devono sempre superare le passività correnti, perché diversamente vorrebbe dire che una quota delle passivi-

tà a breve sta finanziando l'attivo immobilizzato, e questo è un elemento fortemente negativo. Dall'altra parte, un capitale circolante netto eccessivamente elevato potrebbe derivare da anomalie nelle sue voci, come ad esempio un magazzino che ruota con eccessiva lentezza o tempi di pagamento dei clienti troppo lunghi.

E con questo possiamo concludere la breve lista degli indicatori sui quali abbiamo deciso di concentrarci; naturalmente ve ne sono molti altri, a decine, ma se vogliamo avere un'idea di massima di quali numeri escono dalle analisi di bilancio, siamo a posto così. Ora facciamo il contrario: guardiamo i numeri che non escono dalle analisi di bilancio.

2.5 LE POSTE PARTICOLARI

La maggior parte dei sistemi decisionali si basa su una valutazione iniziale automatizzata, che elabora i dati contabili e bancari secondo matrici predeterminate e restituisce una valutazione di massima. A questo punto il testimone passa al fattore umano: un analista esamina il bilancio per approfondire la valutazione, ed una delle prime cose che fa ogni buon analista è esaminare **le poste di bilancio nelle quali si possono nascondere elementi rilevanti**.

2.5.1 Crediti verso altri e debiti diversi

In queste voci sono inseriti tutti i crediti e i debiti che non hanno una precisa classificazione, e che quindi non sono già esposti nelle altre voci di stato patrimoniale. Se c'è qualche partita opaca finirà qui. L'analista cercherà quindi la relativa tabella di dettaglio in nota integrativa, e se non la troverà, o se il dettaglio lì indicato non sarà sufficiente, arriverà la temuta mail al gestore bancario cui seguirà un'imbarazzata telefonata all'impresa nella quale verrà chiesto il bilancio analitico.

Cosa cerca quindi un analista qui?

Tra i crediti, la voce più deleteria è quella del **finanziamento a soci**. Nelle società di persone c'è la voce "prelievo soci in conto utili", che viene ordina-

riamente detratta dal patrimonio netto; nelle società di capitali così tecnicamente non è, ma all'atto pratico sì: il finanziamento dell'azienda ai soci è considerato un prelievo di risorse finanziarie in eccesso rispetto all'utile generato dall'impresa, e all'analista darà l'idea di un'impresa di redditività inadeguata o di una proprietà avida. Per chi deve decidere se finanziare o meno un'impresa, è importante sapere se la proprietà sostiene l'impresa o la impoverisce, drenando liquidità che nella maggior parte dei casi non verrà restituita.

Tra i debiti, le voci più significative sono quelle relative ai **debiti verso il personale e ai debiti per TFR** da liquidare, che possono indicare una situazione di forte carenza di liquidità se sono di entità rilevante. La voce dovrebbe contenere solo partite correnti, come gli stipendi di competenza di dicembre da liquidare a gennaio e le ferie maturate, diversamente la voce sarà un indicatore di anomalia che l'analista vorrà approfondire.

In generale, le voci **Crediti verso altri** e **Debiti diversi** sono voci residuali nella loro natura, e quindi devono essere residuali anche nell'importo: se un'impresa presenta importi di entità importante in queste voci accende sempre un segnale di allarme.

2.5.2 Partite infragruppo

Quando un'impresa è parte di un gruppo è molto facile che vi siano **partite di debito e credito verso altre imprese collegate**. Questo da un lato è naturale: se un'azienda è parte di un gruppo ne condivide dei fattori comuni, e questo genera rapporti. Ce ne possono essere di due tipi: partite commerciali e partite finanziarie. Le partite commerciali sono le più facili da controllare: i tempi di incasso e pagamento sono allineati con quelli degli altri partner commerciali dell'impresa? In caso positivo l'analista andrà oltre, ma in caso negativo ci sarà un approfondimento: perché i tempi di incasso e pagamento sono disallineati? Se un'impresa paga le collegate o viene pagata da loro con tempistiche molto più dilatate rispetto agli altri partner commerciali, ci sono in realtà delle partite finanziarie mascherate da partite commerciali, cioè un'azienda del gruppo ne sta finanziando un'altra mascherandolo come fornitura? O ci sono delle partite incagliate perché il debitore non dispone della liquidità necessaria e sta scaricando sul resto del gruppo questa situazione di tensione?

O peggio di tutto, queste partite commerciali esistono veramente, o sono

solo nate per "sistemare" qualche risultato di esercizio, e ora non si sa come liberarsene?

Per quanto riguarda le partite finanziarie, può essere normale, ed anzi anche buon segno, che una controllante finanzi una controllata; è molto meno normale che avvenga viceversa, ed è anomalo che un'impresa finanzi una "consorella". L'analista qui approfondirà: perché si è ricorso alla finanza infragruppo e non a canali finanziari ordinari? O meglio, come si presenta chi presta e chi riceve il prestito?

Facciamo un esempio: la controllante dispone di un eccesso di liquidità e lo presta alla controllata per sostenere un piano di investimenti; la controllata ha dati che indicano buona salute finanziaria e retrocede utile alla controllante; il prestito è regolato da un contratto con precisi termini e scadenze. Questa è una partita finanziaria infragruppo sana e segno di buona salute dell'intero gruppo.

Al contrario: la controllata ha dati finanziari deboli ed evidente tensione di liquidità, magari con sconfini o scaduti in Centrale dei Rischi; la controllante è adeguatamente capitalizzata ma non di più, e deve indebitarsi per disporre della liquidità da fornire alla controllata, o peggio ancora ritarda le partite commerciali verso un'impresa del gruppo per finanziarne un'altra; il contratto di prestito non c'è o se c'è è vago e impreciso. Questa situazione ci dice che la controllata non è bancabile e la controllante sta a sua volta deteriorandosi per sostenerla, e questa è una situazione dalla quale l'analista darà indicazione di scappare il più in fretta possibile.

2.5.3 Altri ricavi e altri costi

Come per i Crediti verso altri ed i Debiti diversi, si tratta di conti dove viene messo tutto quello che non ha una classificazione precisa nelle altre voci di bilancio, e quindi di poste residuali: se sono residuali di natura lo devono essere anche di importo.

Detto altrimenti: la prima cosa che fa un analista sveglio è prendere la voce degli Altri ricavi e confrontarla con il margine operativo lordo e con l'utile finale. Gli **Altri ricavi sono voci non caratteristiche**, non ricorrenti, di natura o entità eccezionale: se da queste dipendono la marginalità e la redditività di un'impresa, vuol dire che nella sua gestione caratteristica l'impresa non genera margine, e questo è un problema. È un caso che purtroppo si ve-

rifica con frequenza: se la mia azienda produce bulloni, ma ho messo dei pannelli fotovoltaici sul tetto del capannone, e il mio margine dipende quasi del tutto dai contributi GSE, la conclusione dell'analista sarà che a me conviene lasciar perdere i bulloni per dedicarmi al fotovoltaico, e che alla banca conviene girare alla larga da richieste di affidamento che abbiano a che fare con i bulloni.

È un discorso estremizzato ma nemmeno troppo. Pensiamo ai crediti di imposta per investimenti in immobilizzazioni Industria 4.0: il credito finisce nella voce Altri ricavi, e la sua presenza indica un'impresa che investe in tecnologia avanzata, il che è un ottimo segnale. Gli investimenti tecnologici però devono generare marginalità, perché diversamente sarebbe meglio fermare l'evoluzione... Se l'unica marginalità generata è quella fiscale perché la gestione ordinaria è in pareggio, l'analista si chiederà se il business dell'azienda è produrre, oppure cambiare i macchinari, e valuterà negativamente.

Gli Altri costi seguono un percorso diverso: se la marginalità è bassa ma condizionata da Altri costi consistenti, potrebbe essere un segnale del fatto che l'azienda è redditizia, e sono state solo circostanze occasionali a impedirle di dimostrarlo. Un buon analista avrà cura di verificare il dettaglio della composizione della voce. Attenzione però ad un elemento: se la voce Altri costi è consistente e abbatte la marginalità in modo continuativo, l'analista la leggerà come una componente strutturale all'interno della quale sono state classificate erroneamente voci ricorrenti e stabili, e le considererà come tali.

Il consiglio di fondo è quindi questo: **la voce Altri ricavi non deve sostenere la marginalità, e la voce Altri costi non può sistematicamente comprometterla**, perché in entrambi questi scenari un potenziale finanziatore leggerà segnali di pericolo.

2.5.4 Immobilizzazioni immateriali

Lo dice il nome: non si possono toccare. Cosa c'è dentro?

Qualche volta cose molto tangibili: le migliorie su beni di terzi. Ho ristrutturato un capannone in affitto, i costi sostenuti vengono imputati qui e portati in ammortamento.

Qualche volta cose meno tangibili, ma di valore oggettivo: ho acquistato un software per il quale ho pagato ad un soggetto terzo un preciso corrispettivo economico che corrisponde al suo valore di mercato al momento dell'acquisto.

Qualche volta cose davvero molto più aleatorie: una campagna pubblicitaria che produrrà effetti benefici su più esercizi, per esempio, oppure i costi per sviluppare internamente un progetto, o un brevetto. I costi sono stati sostenuti certamente, il fatto che i benefici ci siano veramente e si distribuiscano davvero su un arco temporale lungo è meno certo.

Infine, le cose più aleatorie di tutte: beni immateriali rivalutati con una perizia. Brevetti, avviamento, opere dell'ingegno e simili, il cui valore è stato drasticamente rivisto al rialzo perché un professionista ha valutato che la loro capacità di produrre ricavi e margine fosse ampiamente sottostimata dalla valutazione di bilancio. Il problema è che tra la teoria e la pratica c'è un abisso: quale beneficio produrrà un bene lo dimostrerà il mercato, e il professionista potrà solo effettuare delle stime basate su casi analoghi in circostanze analoghe, la cui precisione è per forza di cose non garantita.

Tutto questo cosa significa? Che le immobilizzazioni immateriali non contano, e le rivalutazioni sono solo fumo?

Nemmeno per idea. Bisogna essere però pienamente consapevoli di due aspetti: il primo è che **le immobilizzazioni immateriali sono oggetto di attenzione**, specie quando il loro peso è rilevante, quindi bisogna essere preparati ad approfondire la tematica; il secondo è che se la loro rivalutazione ha avuto un impatto molto importante sul bilancio, magari portandolo da una situazione di debolezza ad una di solidità, in cui però sia le immobilizzazioni totali che il patrimonio netto dipendono in misura prevalente dalle rivalutazioni, è facile che se l'analista ha inclinazione alla prudenza non veda positivamente la richiesta.

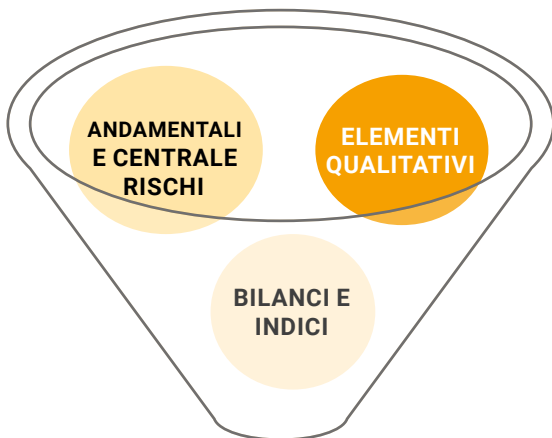
2.5.5 – Debiti verso erario e previdenza

Qual'è la differenza principale tra le banche e il fisco come strumento di finanziamento? Semplice: con la banca prima si chiede, e alla fine dell'iter si ottiene il denaro; con il fisco prima si accumula il denaro evitando i pagamenti, e solo in un secondo momento si definisce il piano di rimborso. Questo è il motivo per cui **l'indebitamento erariale e previdenziale sono considerati un segnale di forte allarme**: perché un'impresa non ha affrontato l'iter ordinario di reperimenti di nuova finanza e ha utilizzato invece questo sistema? Nella maggior parte dei casi, il motivo è che l'impresa presentava segnali di tensione tali per cui il management non si aspettava di ottenere credito bancario, o di ottenerlo in tempi ed a condizioni accettabili, e che la proprietà non aveva intenzione di apportare fondi, e che infine nemmeno investitori terzi erano disposti a finanziare l'impresa.

Questo è il motivo per cui la presenza di erario e previdenza tra le fonti finanziarie a lungo termine è un segnale di forte tensione: indica implicitamente che tutti i soggetti ai quali il denaro bisogna chiederlo hanno detto di no, e si è fatto ricorso a qualcuno al quale si può anche non chiedere.

Non stiamo ovviamente parlando di situazioni eccezionali: a molte aziende può capitare di avere necessità di dilazionare qualche scadenza in momenti particolari. L'importante è sapere che l'evento non passerà inosservato, e che bisogna prepararsi a spiegare come mai la situazione che ha portato a utilizzare erario e previdenza come finanziatori si è risolta. Se al contrario un'azienda incrementa sistematicamente la propria esposizione verso erario ed enti previdenziali, accumulando arretrato e rateizzandolo, non basterà la regolarità nel pagamento delle rate a dimostrare equilibrio, ma sarà valutata da ogni analista come impresa in tensione che ricorre a forme di finanziamento non ordinarie.

DA COSA DIPENDE IL RATING



3. La Centrale dei Rischi

Come fare a capire se un'azienda onorerà i propri debiti? Iniziamo guardando come si è comportata fino ad ora.

Questo è grosso modo il ragionamento per cui la Centrale dei Rischi è così importante nella valutazione della capacità di un'impresa di onorare puntualmente i propri debiti. Cosa sia la Centrale dei Rischi non vale forse nemmeno la pena ricordarlo, vista l'importanza che ha assunto negli ultimi vent'anni, ma giusto se qualcuno avesse un'amnesia momentanea lo ripeteremo molto brevemente, prendendo spunto dalla presentazione che la stessa Banca d'Italia ne fa.

3.1 CHE COSA È

La Centrale dei rischi (CR) è un sistema informativo, gestito dalla Banca d'Italia, che raccoglie le informazioni fornite da banche e società finanziarie sui crediti che esse concedono ai loro clienti. Gli intermediari sono obbligati a comunicare mensilmente alla Banca d'Italia i rapporti di credito e garanzia con la propria clientela. Le segnalazioni mostrano la situazione di ciascun cliente all'ultimo giorno del mese, e devono essere inviate entro il 25° giorno del mese successivo. Gli intermediari segnalano l'intera esposizione nei confronti del singolo cliente se, alla data di fine mese, essa è pari o superiore a 30.000 euro. I crediti in sofferenza e i passaggi a perdita di sofferenze vanno comunque segnalati, a prescindere dall'importo.

La CR aggrega le segnalazioni trasmesse mensilmente dai singoli intermediari, calcolando la posizione complessiva del soggetto segnalato verso il sistema creditizio e finanziario (che si chiama posizione globale di rischio e non riporta quindi il dettaglio degli intermediari segnalanti). La CR invia quindi mensilmente a ogni intermediario le posizioni globali di rischio di

tutti i nominativi dallo stesso segnalati e dei loro coobbligati. Il flusso di ritorno viene trasmesso al termine della rilevazione mensile.

Gli intermediari, oltre a ricevere mensilmente con il flusso di ritorno i dati sui nominativi segnalati, possono chiedere alla CR informazioni su coloro che si sono rivolti loro per chiedere un affidamento o per prestare una garanzia, e su coloro che sono già propri clienti ma non raggiungono la soglia di segnalazione in CR.

I dati visibili in Centrale dei Rischi sono molti, ed il loro dettaglio ed il livello di approfondimento variano a seconda che l'informazione sia vista dal soggetto segnalato, dalla banca segnalante o da un intermediario finanziario che sta valutando una concessione di credito. Noi ci soffermeremo sulle informazioni comuni a tutti e su alcune delle componenti più rilevanti.

3.2 COSA CONTIENE

I dati sono organizzati secondo categorie di censimento, che sono le forme tecniche dei finanziamenti (ne parleremo meglio in seguito); **per ciascuna categoria vi sono 4 voci: accordato, accordato operativo, utilizzato e sconfinò.**

Accordato è l'importo che una banca ha deliberato di concedere ad un richiedente. Accordato operativo è l'importo che è stato deliberato ed è effettivamente utilizzabile dal cliente; i due importi possono non essere allineati generalmente per due motivi: temporale (ad esempio, la banca ha deliberato un mutuo con delle firme a garanzia, e le sta raccogliendo) o sostanziale (ad esempio, la banca ha deliberato un importo inferiore a quello chiesto dal cliente, ed è in attesa di sapere se il cliente intende proseguire o meno con l'operazione). Generalmente comunque i due importi coincidono.

Utilizzato è l'importo che è effettivamente utilizzato dal cliente alla chiusura del mese; se superiore all'importo accordato operativo determina uno sconfinò.

Passiamo ora a vedere le forme tecniche più comuni.

3.2.1 Il medio termine

Iniziamo dalla parte facile: le forme di finanziamento di durata con rimborso rateale, cioè i mutui chirografari, i mutui ipotecari e i leasing. Per queste forme di finanziamento non ci sono molte sottigliezze da conoscere: sono governate da un piano di ammortamento che prevede il pagamento di una serie di quote periodiche. In Centrale Rischi, l'accordato operativo sarà uguale al debito residuo previsto dal piano di ammortamento, e l'utilizzato pari al debito residuo effettivo. La presenza di utilizzato superiore all'accordato operativo indica la presenza di rate insolute.

Se il pagamento è regolare va tutto bene, se vi sono stati ritardi che poi sono stati sanati va meno bene, se vi sono ritardi in corso al momento della verifica da parte della banca non va per niente bene.

La presenza di una irregolarità di rimborso indica l'incapacità di un'azienda di far fronte ai propri impegni di pagamento. Il primo stadio si definisce *past due* (cioè "dopo quando sarebbe stato dovuto"), e indica il numero dei giorni di ritardo dalla scadenza del pagamento di una rata. Il *past due 90*, cioè il ritardo di pagamento oltre i 90 giorni, fa sì che la banca finanziatrice debba classificare un debito come scaduto deteriorato, e quindi anche il debitore come deteriorato, e quindi anche tutto il debito in capo a quel debitore come scaduto deteriorato.

Questo è un punto molto rilevante: non c'è possibilità di scelta per la banca. Se il debitore è in ritardo di più di 90 giorni nel pagamento di una rata di importo oltre 100 euro (o oltre l'1% del debito totale verso la banca, la soglia più alta delle due) la banca deve classificarlo a deteriorato, immediatamente e in modo automatico. In conseguenza di questo, la banca potrà chiedere il rientro di tutta l'esposizione verso l'impresa; se l'azienda non sarà in grado di rientrare, la banca classificherà l'azienda a sofferenza, cioè come un soggetto in una situazione di crisi irreversibile. Peggio ancora, prima di questo il *past due 90* rischia di scatenare un effetto valanga: le altre banche lo vedono in Centrale dei Rischi, e possono assumere azioni di tutela come la richiesta di rientro.

Ovviamente non tutto è così automatico e così catastrofico come appena esposto (il *past due 90* sì), ma questo è giusto per dare un'idea di come il pagamento arretrato delle rate non sia mai un evento da prendere alla leggera.

Tre considerazioni positive per chiudere su una nota allegra: l'invio dei dati

in CR è relativo alla fine del mese, quindi se paghiamo una rata in ritardo, ma ad esempio anziché il 5 del mese la paghiamo il 15, in CR questo non finisce; inoltre, nel caso in cui vi sia stato un ritardo di pagamento di una sola rata ma il pagamento sia avvenuto entro 60 giorni, le segnalazioni riferite al ritardo vengono cancellate dopo 6 mesi dalla regolarizzazione; infine, se i ritardi di pagamento vengono sanati, la banca effettua una segnalazione in CR immediata senza attendere la fine del mese.

3.2.2 Il breve termine

Le forme di finanziamento a breve termine si possono dividere in 3 grandi gruppi: l'anticipazione di crediti, l'anticipazione di previsioni di incasso che non sono ancora diventate crediti, e il denaro utilizzabile senza alcun giustificativo.

L'anticipazione di crediti in Centrale Rischi è definita autoliquidante, e a sua volta comprende diverse forme tecniche a seconda che il titolo di credito anticipato sia una fattura o una ricevuta bancaria. L'anticipazione di previsioni di incasso è invece legata a crediti che devono ancora nascere; pensiamo all'anticipo su ordini: l'impresa ha soltanto ricevuto la richiesta di fornitura di un bene che fatturerà, generando un titolo di credito, in un momento successivo. Qui la Centrale Rischi è sbrigativa: se non c'è il titolo di credito, il rischio è equivalente alla cassa.

Il denaro utilizzabile senza alcun giustificativo è la cassa, ovvero la possibilità di utilizzare a proprio piacimento un importo fino ad un massimale predeterminato. Si tratta ovviamente della forma tecnica più rischiosa per la banca, che sarà quindi più cauta nel concederla, lo farà per importi più bassi e a costo maggiore.

Ma quali sono i principali elementi da controllare sul breve termine?

3.2.1 Gli sconfini

Innanzitutto, gli sconfini. Se l'impresa utilizza le linee di credito per importi superiori all'accordato operativo, e questo utilizzo è presente alla fine del mese, in Centrale Rischi verrà segnalato uno sconfini, e se questa situazione si protrae per più di 90 giorni l'impresa sarà segnalata come in *past due* 90, esattamente come per il medio termine, con tutte le conseguenze

di classificazione a deteriorato che abbiamo già visto. Bisogna stare molto attenti a come si generano gli sconfini: se abbiamo problemi di incasso e informiamo il nostro gestore o il direttore della filiale, e loro si dimostrano comprensivi, questo non ha valore. Lo sconfinò verrà comunque segnalato in Centrale Rischi. L'unico modo per ottenere più denaro rispetto all'accordato è farsi aumentare l'accordato, e utilizzare l'importo aggiuntivo solo ad avvenuta concessione e contrattualizzazione.

3.2.2 Gli utilizzi medi e i margini di utilizzo

Oltre agli sconfini, però, il breve termine viene esaminato anche per altre valutazioni. Una valutazione essenziale è quella dell'utilizzo medio: una linea di credito utilizzata sempre per il suo massimale è considerata un indicatore di tensione. Non basta non eccedere i fidi, bisogna anche stare attenti ad utilizzarli lasciando sempre un margine di disponibilità. A ben pensarci, si tratta di un'idea di buon senso: è sempre meglio avere disponibilità libere per affrontare gli imprevisti. Al buon senso si aggiunge però anche la valutazione creditizia: un affidamento utilizzato per il 70 – 80% è generalmente considerato segno di buona salute; un affidamento utilizzato sempre oltre l'80 – 85% è invece segno di tensione.

C'è poi un'altra valutazione che riguarda principalmente la cassa, che non riguarda direttamente la CR ma solo la banca finanziatrice: la movimentazione. Una linea di cassa sulla quale transitano incassi e pagamenti frequenti è segno positivo, mentre una linea poco movimentata indica un utilizzo improprio ed è un segnale di tensione. La cassa è uno strumento di approvvigionamento di liquidità per le esigenze immediate, e deve essere veloce sia nell'utilizzo che nel ripianamento. Se una linea di cassa è bloccata su un utilizzo elevato e poco movimentata vuol dire che è stata utilizzata per esigenze finanziarie diverse da quelle immediate, che l'impresa non è poi riuscita a compensare, ed è indice di tensione. In questi casi, meglio organizzarsi per un rientro della linea che lasciarla come è.

Quest'ultima valutazione non rientra propriamente nella CR perché la movimentazione non è un'informazione alimentata in CR, ma è sempre meglio averla presente, soprattutto alla luce del fatto che con le analisi effettuate sfruttando le opportunità della normativa PSD2 la movimentazione potrebbe diventare visibile anche a soggetti terzi che hanno in corso un'istruttoria.

3.2.3 – Gli insoluti sul portafoglio

Un'ultima valutazione che prenderemo in esame e che riguarda solo gli autoliquidanti è la qualità del credito scontato. Quando la banca anticipa una fattura o una ricevuta bancaria, naturalmente non si accolla il rischio che il cliente dell'impresa non onori il pagamento: questo rischio rimane in capo all'impresa (questo lo può fare una società attiva nel factoring pro soluto, ma è un'altra cosa). E' però altrettanto vero che ogni fattura anticipata che va insoluta rappresenta un danno per l'azienda finanziata, e quindi un aumento di rischio per la banca finanziatrice. In Centrale Rischi c'è una sezione nella quale viene riportato il totale dei crediti anticipati scaduti nel mese, e quanti di questi sono andati insoluti a scadenza.

Una banca che stia valutando la concessione di una linea di anticipo cercherà immediatamente questa informazione, perché l'anticipazione di crediti pagati regolarmente è un'operazione attraente per ogni finanziatore, mentre l'anticipazione di crediti di incasso difficoltoso è una grana che per quanto possibile si cerca di risparmiarsi. E non è nemmeno tanto rilevante, in ottica di nuova concessione, che i crediti insoluti a scadenza siano stati saldati successivamente, o che l'azienda abbia provveduto a coprire con risorse proprie: una percentuale elevata di insoluti sul portafoglio anticipato è un segnale di allarme.

A propria tutela, l'impresa può fare solo due cose per evitare di vedersi rifiutare nuovi anticipi o ridimensionare gli anticipi già in essere: abbandonare i clienti irregolari, o evitare di anticipare i crediti nei loro confronti. L'anticipazione di crediti di difficile esigibilità non è un business per la banca, ma è bene non dimenticare che lavorare con clienti che pagano male non è un business nemmeno per l'azienda.

3.3 LA CENTRALE DEI RISCHI: UNO STRUMENTO INFORMATIVO ANCHE PER LE IMPRESE

Come abbiamo evidenziato precedentemente, la Centrale dei Rischi (CR), gestita dalla Banca d'Italia, è una base dati, cioè un archivio di informazioni, sui debiti di famiglie e imprese nei confronti del sistema bancario e finanziario. La CR è alimentata dalle informazioni che gli intermediari partecipanti (banche, società finanziarie e altri intermediari) trasmettono relativamente ai crediti e alle garanzie concessi alla propria clientela, alle garanzie ricevute dai propri clienti e ai finanziamenti o garanzie acquistati da altri intermediari.

Primariamente, quindi, è un servizio per gli intermediari bancari e finanziari che consultandola potranno verificare gli affidamenti in capo ad un proprio cliente e gli eventuali sconfini; va prestata attenzione al fatto che **le banche in CR riusciranno a vedere le proprie posizioni ed il totale degli affidamenti**, senza il dettaglio di tutti gli altri istituti (e non a caso queste informazioni in sede di richiesta di finanziamento le chiedono direttamente a noi).

E' importante evidenziare, però, che **tra i soggetti legittimati** a conoscere la propria posizione presso la Centrale Rischi e che quindi possono farne richiesta alla Banca d'Italia vi sono **le persone fisiche** a nome delle quali sono registrate le informazioni e **le persone giuridiche quali enti, società, associazioni**.

Questi soggetti, quindi anche le imprese, possono presentare una richiesta gratuita a Banca d'Italia per accedere ai dati della CR tramite la piattaforma "Servizionline" del sito www.bancaditalia.it (occorre la firma digitale con SPID o CNS) o con richiesta cartacea con uno specifico modulo che dovrà essere firmato dal legale rappresentante ed inviato alla Filiale della Banca d'Italia di riferimento; per le aziende del Canavese si tratta di quella di Torino, in cui indirizzo PEC è torino@pec.bancaditalia.it. Verrà inviato in risposta in genere entro 15 giorni un file .pdf completo di tutte le informazioni.

Dal 2 ottobre 2020, poi, la Banca d'Italia ha attivato un nuovo servizio in base al quale le società iscritte nel Registro delle imprese presso le Camere di Commercio **possono sottoscrivere un abbonamento annuale**, sempre gratuito, per ricevere al proprio indirizzo PEC, in automatico e con frequenza mensile, i propri dati della Centrale dei Rischi.

4. Il business plan

Fino ad ora abbiamo parlato di cose che si vedono nello specchietto retrovisore: il bilancio dell'esercizio chiuso e la Centrale Rischi dell'ultima mensilità disponibile. Ma una domanda altrettanto importante, quando si esamina una richiesta di credito, è a cosa servirà quel denaro. E qui entra in gioco il **business plan**: uno schema più o meno articolato ed approfondito che spiega al finanziatore **dove l'azienda andrà grazie al denaro ottenuto**.

Qualche precisazione però è opportuna prima di scorrere brevemente i punti cardine del business plan.

Prima precisazione: abbiamo detto *altrettanto* importante, e non *più importante*, per un motivo ben preciso. Se il bilancio ha indicatori negativi, e la Centrale Rischi presenta segnali di allarme, spiegare che le prospettive future saranno nettamente migliori è nella maggior parte dei casi inutile. Salvo casi rarissimi, **una banca non entra in un'azienda in difficoltà**. Stiamo parlando di credito ordinario, se invece ci rivolgessimo a intermediari specializzati nel credito distressed, o trattassimo di piani di risanamento e rilancio di aziende in difficoltà da presentare a banche già esposte verso l'impresa, allora se ne potrebbe ragionare, ma non è l'argomento presente.

Seconda precisazione: il business plan che si presenta insieme ad una richiesta di finanziamento **deve contenere il nuovo finanziamento**, sia come effetto sull'andamento aziendale che come carico debitorio. Sembra banale, ma non è così: molti business plan sono redatti in modo generico, senza tenere conto dell'esigenza finanziaria in richiesta, o addirittura sono stati redatti per una cosa e riciclati tali e quali per un'altra. Chi analizza una richiesta di finanziamento ha bisogno di capire come cambierà l'azienda dopo la concessione, non come si pensava che si sarebbero evolute le cose qualche mese fa.

Terza precisazione: **il business plan nasce dal management**. Poi lo scrive il consulente, il commercialista, il CFO o qualcun altro, ma quando il management si presenta in banca a chiedere credito, le idee chiare su dove

vuole andare l'azienda deve averle. Magari non i numeri dettagliati, magari non i coefficienti patrimoniali ed economici previsti, ma deve emergere dal management un quadro generale chiaro, per quanto a grandi linee, su che aspetto avranno i dati aziendali. Se alla domanda del gestore se si può avere un business plan, il manager risponde che lo farà mandare dal commercialista, l'impressione è già poco rassicurante: il business plan deve essere sempre sul tavolo del manager, per capire nel continuo se ci sono scostamenti tra previsioni e consuntivo. Se poi la risposta è "sento il commercialista e glielo faccio preparare" è peggio ancora: l'ordine logico delle cose è che **prima si stabiliscono l'obiettivo e la strategia**, poi li si traduce in assetti economici e finanziari previsti, e da questi ultimi si ricava la richiesta di finanziamento, non il contrario.

Tutto questo in un mondo ideale? Sì e no.

Fino a 15 anni fa, eravamo in una fase altamente espansiva del credito: se appena si riusciva a balbettare quattro parole di spiegazione, la concessione era relativamente facile. Oggi non è così: i tassi molto bassi e la severità delle regole di accantonamento fanno sì che il credito sia un bene prezioso e razionato. Certo, in mezzo c'è stata l'emergenza COVID, che ha determinato una (breve) fase espansiva, ma pensiamoci un attimo: le chiavi delle misure relative al credito sono state due, facilitare la vita a chi il credito già l'aveva in tasca, in modo che le chance di rimborsarlo regolarmente aumentassero (le moratorie), e rassicurare i finanziatori che se anche si fossero caricati di rischi maggiori, tanto alla fine avrebbe pagato Pantalone (le garanzie pubbliche). E' lecito aspettarsi che dopo l'emergenza la situazione si normalizzi, anzi sia anche più restrittiva di prima, per agevolare il riassorbimento della liquidità iniettata sul mercato. Questo vuol dire che chi chiede importi relativamente contenuti per la gestione ordinaria può anche essere più sbrigativo, tutti gli altri dovranno cercare di avvicinarsi al mondo ideale di cui parlavamo prima.

4.1 I CRITERI DELLA PIANIFICAZIONE

Un business plan deve partire da dati reali e misurabili, cioè dai consuntivi: l'evoluzione prevista per i prossimi esercizi deve partire dagli esercizi chiusi e depositati, e il ponte tra il passato e il futuro è rappresentato dai dati provvisori. Questo significa che il business plan deve essere aggiornato nel continuo: con cadenza almeno semestrale, il business plan deve essere aggiornato con i nuovi dati contabili disponibili, sia per verificare che l'azienda stia andando dove si era previsto, sia per revisionare le previsioni sulla base delle nuove evidenze.

La pianificazione deve essere inoltre relativamente coerente con l'andamento aziendale consuntivo: se la marginalità è sempre stata bassa, o legata a voci non correnti, il business plan non può prevedere che l'azienda diventi improvvisamente redditizia... oppure sì, ma a patto di spiegarlo in maniera dettagliata e convincente. E qui arriva una parte fondamentale del business plan: la componente qualitativa, cioè l'esposizione dei criteri, degli obiettivi e degli strumenti che porteranno l'impresa a migliorare la sua performance.

Aiutiamoci con un esempio: un'azienda di famiglia di lavorazioni meccaniche con una marginalità lorda storica del 5% va in banca a chiedere 2 milioni di euro per acquistare un macchinario; diamo per scontato che nel business plan ci siano un mutuo da 2 milioni e un immobilizzo strumentale da 2 milioni, e che ci siano le giuste quote di ammortamento. Però la redditività che fino ad allora era del 5% passa al 15%. Se queste sono le informazioni a disposizione, un analista facilmente penserà che siano numeri buttati lì solo per giustificare la richiesta, e che ad un'impresa con una marginalità così ridotta non conviene investire ma chiudere.

Se invece l'analista leggesse una parte qualitativa che spiega che l'investimento è su un centro di lavoro automatizzato, magari anche coerente con i requisiti di Industria 4.0, e che l'idea è di sostituire alcuni macchinari affidabili ma obsoleti utilizzati dagli anni 2000, e che questa idea è nata proprio dalla proposta dei clienti storici (magari con elenco allegato) di affidare lavori a maggiore valore aggiunto in presenza di macchinari allineati agli standard moderni, e che questo porterà anche economie di scala, e se magari nel set documentale fosse presente anche qualche lettera di intenti da parte di qualche cliente... l'analista ne sarebbe senz'altro colpito. Forse non folgorato al punto da dare un parere favorevole a caratteri cubitali, ma almeno abbastanza interessato da non cestinare sommariamente la

richiesta.

Se poi oltre al miglioramento di redditività il business plan includesse anche un forte aumento delle vendite, la parte qualitativa dovrà spiegare quale nuova clientela verrà acquisita e con che modalità e che strumenti, e anche qui qualche scambio di comunicazioni con richieste di lavorazioni o progetti in cui si potrebbe essere potenzialmente coinvolti possono fare la differenza.

In sostanza, **due sono i criteri per la redazione di un business plan**: una componente numerica aggiornata e coerente, e una componente qualitativa dettagliata e convincente.

4.2 LA SOSTENIBILITÀ

Ogni business plan, per sua natura, è in parte un libro dei sogni: racconta di come l'azienda esiste per ora solo nella mente del suo management, e deve convincere qualcuno a fornire i mezzi finanziari per portarla fino lì. E' però necessario che i sogni siano in qualche misura ancorati alla realtà, perché bisogna che ci creda anche qualcun altro, ed in particolare un analista, quindi dobbiamo dare qualche limite alla fantasia.

Innanzitutto, va ricordato che stiamo cercando di contrarre nuovo debito, quindi la prudenza sarà la chiave di lettura di chi leggerà il business plan: la previsione di raddoppiare il fatturato tutti gli anni, per esempio, è una prospettiva che può interessare un nuovo socio di capitale, non un finanziatore. Allo stesso modo, un radicale cambiamento dell'attività produttiva, come settore o come mercato di riferimento, potrà essere considerato un'occasione per investire in capitale di rischio, e non di debito.

In secondo luogo, bisogna fare tesoro della legge di Murphy, che insegna che tutto ciò che può andare storto lo farà: il business plan deve essere sostenibile anche mettendo in conto di non raggiungere tutti gli obiettivi. Detto in altre parole: se nella redazione del business plan i flussi di cassa previsti sono appena appena capienti, e basta il minimo costo imprevisto o ricavo mancato per non avere copertura, nessun analista lo considererà sostenibile. Lo stesso vale per altre quantità rilevanti come i tempi di incasso e pagamento: per essere sostenibile, il business plan deve incorporare

dei margini di tolleranza adeguati.

Nella situazione migliore, **il business plan sarà redatto su 3 scenari**: uno realistico, come prima descritto; uno ottimistico, nel quale tutto andrà anche meglio, e uno pessimistico, nel quale si stresseranno le variabili per mostrare quali sono gli obiettivi minimi da centrare per mantenere l'equilibrio.

Anche in questo caso, un esempio può aiutare. Se un'impresa prevede che il nuovo credito consentirà di ottenere un incremento del fatturato del 15% annuo per i prossimi 3 esercizi, lo scenario realistico sarà quello; costruire lo scenario ottimistico non è generalmente un problema, si può ipotizzare un incremento del 20% annuo. E quello pessimistico? Ovviamente non è interesse di nessuno presentare uno scenario nel quale va tutto a catafascio. Lo scenario pessimistico quindi sarà costruito individuando il minimo per avere la sostenibilità del piano. In questo caso, lavorando sulla combinazione di costi fissi e costi variabili, cercheremo di individuare l'incremento annuo di fatturato minimo per rendere sostenibile il nuovo debito. Se questo incremento fosse il 5% saremmo a posto, perché vuol dire che la pianificazione ordinaria può contare su un 10% di margine di sicurezza; se invece l'incremento minimo fosse il 10 – 12%, andrebbe invece fatto qualche ragionamento strategico sulla struttura aziendale.

4.3 DIMENSIONE TEMPORALE E COMPLETEZZA DI STATO PATRIMONIALE E CONTO ECONOMICO

Siamo ora alle ultime battute della preparazione del business plan. Abbiamo parlato prima di proiezioni annue, ma per quanti anni? L'Unione Sovietica era solita fare i Piani Quinquennali, il QFP (Quadro Finanziario Pluriennale) dell'UE arriva a 7 anni, e il business plan di un'azienda che chiede un finanziamento?

La durata ideale teorica sarebbe quella pari alla durata del finanziamento, ma a quel punto si porrebbero dei problemi: per una linea di smobilizzo il business plan dovrebbe durare 12 – 18 mesi, per un mutuo ipotecario per acquistare un capannone 15 – 20 anni. Nella realtà, il business plan deve avere una durata che sia abbastanza lunga da permettere di valutare

l'evoluzione aziendale, ma anche abbastanza contenuta da non richiedere approssimazioni su un futuro troppo remoto per essere in alcuna misura prevedibile. **La durata canonica è quindi poco più di un triennio**, con 3 esercizi pieni previsti e l'esercizio in corso proiettato sui 12 mesi. Così sarà di solito sufficiente, perché anche se parliamo dell'acquisto di un capanno, non c'è molto da sapere oltre alla sostenibilità della rata nell'ordinaria gestione aziendale, e questa è visibile fin da subito.

E se invece parliamo di un piano di investimenti produttivi che i cui risultati saranno visibili da qui a 10 anni? Allora con ogni probabilità siamo nel posto sbagliato: un'esigenza finanziaria con ritorno a 10 anni va sostenuta con capitale di rischio o emissione di titoli sottoscritti da intermediari finalizzati, il normale finanziamento in banca non è quasi mai lo strumento giusto.

Per quanto riguarda infine i dati da inserire, con che criterio possiamo sceglierli?

Il primo e fondamentale è questo: tutti quelli relativi all'attività caratteristica. Utilizzeremo quindi ricavi caratteristici e costi diretti e indiretti dell'attività caratteristica. Aggiungeremo poi gli ammortamenti degli immobilizzi, la gestione finanziaria, e se siamo prudenti qualche accantonamento per crediti di dubbia esigibilità. Poi cercheremo nelle voci Altri Ricavi e Altri Costi Amministrativi dei consuntivi se ci sono voci che hanno carattere di continuità e di correlazione con l'attività aziendale.

E qui ci fermeremo: non ha senso inserire voci di ricavo eccezionali o non ricorrenti, perché un business plan non può basare la propria sostenibilità su questo; non ha senso nemmeno inserire voci di costo eccezionali o non ricorrenti, perché la loro sostenibilità sarà ricompresa nella marginalità prevista o nel margine di sicurezza tra scenario realistico e scenario pessimistico.

5. La Piattaforma Bancopass a supporto dell'analisi e della comunicazione finanziaria

5.1 ANALIZZARE FINANZIARIAMENTE LA PROPRIA AZIENDA

Le imprese dovrebbero poter affrontare le trattative con il sistema bancario e le istituzioni finanziarie da pari a pari, con una piena consapevolezza della propria reale possibilità di essere finanziate e la capacità di valorizzare al meglio i propri punti di forza; però non sempre questo succede.

Come abbiamo visto nel nostro racconto, per il finanziamento della nostra attività, sia nella quotidianità che a fronte di investimenti rilevanti, sono molti gli elementi in gioco: i bilanci innanzitutto, poi a seconda dei casi vi sono gli elementi qualitativi da valorizzare, i risultati degli indici da considerare, i report andamentali da far pervenire alle banche, il business plan da elaborare.

Tutto ciò può essere predisposto, analizzato e presentato avvalendosi unicamente della propria struttura interna aziendale, opportunamente organizzata e formata. Tuttavia, non sempre ciò è realizzabile, perché magari, trattandosi di una piccola azienda, la finanza è ricompresa nella più generale area amministrativa e il personale interno non ce la fa, per motivi di tempo, mancanza di strumenti di analisi, di esperienza o di competenze interne.

Può essere utile a questo punto il supporto della propria associazione, di Confindustria Canavese nel nostro caso, per un primo aiuto nell'analisi e nella fase di trattativa con le banche, ma anche per le opportunità formative che vengono offerte. Oppure si può valutare un supporto esterno, magari facendosi predisporre preventivamente una analisi finanziaria di un

consulente esperto nell'area finanziaria e monitorando, poi, costantemente la situazione.

Confindustria Canavese dall'anno 2020 ha aderito al **Servizio "Bancopass"**, promosso da Assolombarda e poi esteso a livello nazionale; si tratta di una Piattaforma che permette gratuitamente alle Imprese associate di conoscere meglio la propria situazione finanziaria, disponendo di dati, elaborazioni e indici che possono poi essere utilizzati anche nelle richieste di finanziamento da presentare alle banche.

The image is a promotional banner for Bancopass. At the top left is the Bancopass logo, which consists of the word 'Bancopass' in a blue sans-serif font with a stylized blue and white graphic element to the right. At the top right is a white hamburger menu icon. The background of the banner is a close-up photograph of two hands shaking, symbolizing agreement or partnership. The text is overlaid on this background. The main headline 'Un'occasione da non perdere' is in a large, white, sans-serif font. Below it, a paragraph in a smaller white font explains that Bancopass is a unique tool for presenting a company to banks and financiers. The phrase 'BANCOPASS È GRATUITO' is prominently displayed in the center, with 'BANCOPASS È' in white and 'GRATUITO' in a large, bold, yellow font. Below this is a teal-colored button with the white text 'SCOPRI BANCOPASS'. At the bottom, a line of white text asks if the user knows Bancopass and suggests selecting their association to use it.

Bancopass

Un'occasione da non perdere

Bancopass è l'unico strumento che ti permette di presentare la tua impresa in modo professionale e semplice a banche e finanziatori, ottenendo ascolto e tempi di risposta chiari e certi.

**BANCOPASS È
GRATUITO**

SCOPRI BANCOPASS

Lo conosci di già? Seleziona **la tua Associazione** per utilizzarlo

5.1 BANCOPASS: UNO STRUMENTO PER RACCONTARE L'AZIENDA E DIALOGARE CON GLI OPERATORI FINANZIARI

Bancopass ha l'obiettivo di supportare le imprese, in particolare quelle di piccole e medie dimensioni e le startup, nella pianificazione finanziaria e in un accesso più veloce alle fonti di finanziamento più adatte a rispondere alle esigenze individuate. È lo strumento standardizzato maggiormente diffuso, sia territorialmente (grazie alla partecipazione di numerose associazioni confindustriali), sia come numero di stakeholder finanziari coinvolti (tra banche, società di factoring, società di leasing, fondi di mini bond, crowdfunding e altre piattaforme fintech e Borsa Italiana per il programma Elite).

In sostanza, la **Piattaforma Bancopass** fornisce una "carta di identità" delle caratteristiche economiche finanziarie della propria impresa che ha lo scopo di rendere più semplice, trasparente ed efficace il dialogo con gli istituti di credito. Bancopass è un set gratuito di strumenti e servizi per le imprese associate.

Richiedendo un'utenza personalizzata su Bancopass sul sito **www.bancopass.it** (cliccando su "la tua Associazione" e poi su Confindustria Canavese) le imprese possono:

- visualizzare i bilanci depositati, acquisiti automaticamente da CCIAA
- inserire i bilanci in chiusura o appena approvati, anche prima del deposito
- elaborare il rendiconto finanziario e disporre dei principali indici
- caricare il rapporto della Centrale Rischi, ottenendo una analisi facilitata e di lettura immediata
- elaborare un rating in relazione al Fondo di garanzia PMI
- realizzare un Business plan, ipotizzando più scenari
- creare una presentazione aziendale da inviare a banche e finanziatori.
- avere un affiancamento personalizzato nella relazione con banche e

finanziatori, tramite la nostra Associazione

Ma la Piattaforma è in continua evoluzione; recentemente è stata aggiunta nel menu del portale Bancopass anche la voce "Check-up d'impresa", all'interno della quale è inserita la Tab "Confronto Settoriale", che permette di approfondire la solidità dell'impresa, anche calcolando come questa si posiziona rispetto ad altre imprese del suo stesso settore. Inoltre, sono attive le funzioni "Valutazione impresa" e "Modello crisi", utile quest'ultima in relazione all'attuale normativa sulla Crisi d'impresa.

5.2 LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA

L'elaborazione e soprattutto la diffusione dei dati economico-finanziari è spesso stata vissuta dalle imprese, soprattutto quelle più piccole, come un obbligo, un po' noioso e non così gradito; certo conoscere internamente l'andamento economico è sempre stato considerato utile, ma dover poi far sapere all'esterno quali risultati ha ottenuto la nostra impresa è da qualcuno ancora vissuto con fastidio.

Come abbiamo già lungamente detto, il mondo è completamente cambiato e ora è indispensabile ragionare su come **trasformare questo obbligo in una opportunità**, impegnandoci attivamente in quella che tecnicamente viene definita la "**comunicazione finanziaria**".

Che non riguarda solo le società quotate in borsa, come molti pensano. Dobbiamo essere consapevoli, infatti, che **i nostri dati economici e numeri finanziari parlano comunque**, che lo vogliamo o meno; per le società di capitali i bilanci devono essere depositati presso le Camere di Commercio e tutti li possono visionare, acquistandoli facilmente. Vi sono poi società specializzate che li elaborano, offrendo sul mercato dei veri e propri report sulle imprese, anche di piccole dimensioni. Eventuali nostre situazioni difficili sono immediatamente viste dal mondo finanziario, attraverso gli sconfini o gli elementi di tensione che emergono nella Centrale rischi o, addirittura, l'avvio di eventuali procedure concorsuali.

Una impresa non vive isolata ma **opera all'interno di un sistema economico** piuttosto diversificato e complesso. Comprende i soci e gli azionisti, i clienti, i fornitori, ma anche gli enti pubblici, i lavoratori e le loro rappre-

sentanze, oltre che ovviamente tutto **il mondo delle banche e del sistema finanziario**; quello che ci sta attualmente supportando, coloro a cui ci stiamo rivolgendo per nuovi finanziamenti o i soggetti che magari vorrebbero fornirci liquidità nelle forme più diverse, come finanziatori ma anche possibili soci.

Meglio quindi essere noi ad arricchire il fascicolo di bilancio e le altre comunicazioni finanziarie con le informazioni che riteniamo più utili e che ci valorizzano, trattando in modo corretto quegli aspetti che magari sono un po' più critici. Oppure, a fronte di un bilancio 2020 che potrebbe aver registrato, a causa del lockdown e della crisi economica dovuta alla pandemia da Covid-19, un andamento non ottimale, premurarci di far pervenire puntualmente alle banche dei report andamentali che magari possano evidenziare una attività economica in forte ripresa.

Nella logica della comunicazione finanziaria, poi, chiaramente non è più l'epoca di "limitare" in qualche forma i risultati positivi di bilancio per ridurre il carico fiscale; a nessuno fa piacere una tassazione eccessiva, non c'è dubbio, ma nessuna banca finanzia più aziende con risultati costantemente negativi e utili pressoché nulli. Al contrario, una impresa che di anno in altro dimostri una crescita ed i cui risultati economici siano positivi, avrà un potere contrattuale significativo nel momento in cui debba accedere a nuova finanza.

E più in generale, così come ci occupiamo di come **comunicare al meglio il nostro brand ed i prodotti o servizi** della nostra azienda, ugualmente dovremo sempre di più **utilizzare i nostri andamenti e risultati economici per "posizionarci"** in modo coerente in termini finanziari; per fornire all'esterno in modo continuativo e di nostra fonte diretta un profilo corretto e trasparente, sia nelle fasi di crescita che nei momenti invece un po' più critici.

Solo così potremo aprirci nuove opportunità di sviluppo o resistere nelle fasi di difficoltà, facendoci accompagnare dal sistema finanziario.

6. Conclusione

E così ci siamo detti tutto: senza pretesa di essere esaurienti o impeccabili, abbiamo percorso un breve giro tra le principali variabili di un'azienda che ne influenzano l'accesso al credito. Ci sono mille altri aspetti, approfondimenti e approcci che possono essere studiati e valutati, ma l'obiettivo di queste pagine era solo una breve panoramica.

Ora tocca all'impresa intraprendere il suo percorso, il messaggio che ci auguriamo di aver trasmesso è che **il tempo e le risorse dedicate all'analisi dei propri dati ed alla loro esposizione organica non sono mai sprecati, ma danno sempre un valore aggiunto.**

IN COLLABORAZIONE CON



CONFINDUSTRIA CANAVESE
Associazione Industriali del Canavese
Corso Costantino Nigra, 2 - Ivrea (TO)
www.confindustriacanavese.it