

3. ELABORAZIONE DEL PROFILO ECONOMICO-FINANZIARIO DELLE AZIENDE SUINICOLE VENETE PER L'ACCESSO AL CREDITO

Come già sottolineato in premessa, è da condividere l'opinione di Moody's secondo il quale nel mondo agricolo è piuttosto difficile definire un rating d'impresa in senso stretto, giacché le procedure normalmente utilizzate sono adatte:

1. al mondo industriale e terziario;
2. alle sole società di capitali.

É altresì vero che la prima caratteristica può essere superata, mettendo a punto un rating in senso stretto idoneo alle attività agricole, ma è la seconda ad essere un vincolo insormontabile, vista la bassa diffusione di tali forme societarie; ad esempio, esse rappresentano solo il 13.9% del campione indagato. L'alternativa è quella di effettuare un'analisi quantitativa ma che non porta direttamente al rating, cui si arriverebbe in un secondo momento mediante il metodo delle *scorecard*.

3.1 Una possibile procedura di rating mediante scorecard

La procedura potrebbe essere la seguente:

1. Si stabilisce la struttura del rating, individuando le classi di merito; su questo non v'è obiezione rilevante ad utilizzare le stesse classi utilizzate per altre realtà economiche:

tabella 5

AAA	sicurezza elevata
AA	sicurezza
A	solvibilità ampia
BBB	solvibilità
BB	vulnerabilità
B	vulnerabilità elevata
CCC	rischio
CC	rischio elevato
C	rischio assoluto - default

Si noti che ad ogni classe di rischio corrisponde un determinato "trattamento" da parte della banca, in termini di quantità di denaro e di costo dello stesso.

2. Si stabiliscono i punteggi da attribuire a ciascuna classe. Si tratta dei punteggi che derivano dalla metodologia della *scorecard*, assegnati in base all'analisi quali-quantitativa: l'azienda, a seconda del punteggio finale, verrà inserita in una delle suddette classi di rischio. Ad esempio, su un totale di 500 punti, se alla prima classe (AAA) si riserva la fascia compresa tra 500 e 450, per accedervi l'azienda dovrà aver acquisito un punteggio pari ad almeno 450; e così via.
3. Si stabiliscono le aree d'indagine. Una proposta normalmente condivisa dalla maggioranza delle banche potrebbe essere la seguente:

tabella 6

AREA DA INDAGARE	FASCIA DI PUNTEGGIO
aziendale	5% del totale
qualitativa	10% del totale
copertura fidi	15% del totale
rapporti bancari	15% del totale
performance	55% del totale

Le quote del punteggio totale (da stabilire) qui indicate sono una ipotesi, che deriva dall'esperienza dello scrivente e di altri analisti.

4. È bene prefissare i contenuti specifici delle suddette 5 aree d'indagine. Normalmente si tratta di quanto segue:
 - a. area aziendale
 - "presenza" sul mercato
 - capacità realizzative
 - capacità di innovazione
 - indirizzi strategici
 - pregiudizievoli e vertenze (fondamentale in questa area d'indagine)
 - b. area qualitativa
 - tendenza del settore
 - proprietà ed eventuale management, organizzazione aziendale e know how
 - indipendenza da clienti e fornitori, portafoglio ordini
 - localizzazione
 - dipendenti
 - posizione fiscale e previdenziale
 - c. area copertura fidi
 - garanzie reali
 - garanzie personali
 - d. area rapporti bancari
 - qualità portafoglio commerciale
 - rischio di tasso (posizioni a tasso fisso con tassi calanti, a tasso variabile con tassi crescenti)
 - ristrutturazioni del debito
 - e. area delle performance
 - redditività
 - solidità
 - solvibilità di base
 - reattività e resistenza
 - capacità di incrementare l'indebitamento finanziario
 - rischi commerciali cui è sottoposta l'azienda
 - probabilità di dissesto strutturale dell'azienda
 - valore di mercato dell'azienda

3.2 L'analisi quantitativa del campione

Oggetto dell'analisi è l'ultima area d'indagine prima indicata (area delle performance) sia perché è quella più importante sia perché è quella consentita dalle informazioni disponibili.

L'analisi è riferita al 2005, fatta eccezione per l'azienda GP06 che ha fornito dati 2004.

Dal punto di vista metodologico si procede come segue:

1. ogni indicatore viene precisamente delineato, perché ciò consente di apprezzare tutte le implicazioni che i numeri aziendali hanno sul merito di credito;
2. i risultati dell'analisi vengono confrontati con il dato medio nazionale e distinti nelle tre componenti RICA, questionari e bilanci ufficiali;
3. le valutazioni presuppongono l'attendibilità delle fonti, ma verrà segnalato ogni caso in cui l'attendibilità è decisiva.

3.2.1 La redditività

L'informazione più importante ed immediata sull'efficacia della gestione è racchiusa in un notissimo indicatore: il *return on equity* (ROE) che, calcolato come rapporto tra utile netto e patrimonio netto, rappresenta la "convenienza finale e netta" all'attività d'impresa. Nei campioni indagati (veneto e nazionale) assume la seguente configurazione:

tabella 7

		ROE		
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
-8,0%	3,7%	14,7%	4,2%	-2,0%

Il dato nazionale segnala che il settore è di per sé in crisi dal punto di vista reddituale. Detto questo, aspetto decisivo del quale la banca non può non tener conto, la prima verifica è positiva giacché sia nel complesso sia per ciascuna fonte il campione dimostra che le aziende suinicole venete sono più redditizie della media nazionale. Si osservi che, al di là dei valori sintetici (per fonte), è diffusa la presenza di aziende che presentano una redditività superiore a quella nazionale:

tabella 8

ROE superiore a quello nazionale - % di casi		
RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
100%	95,7%	71,40%

Gli aspetti positivi, però, finiscono qui, poiché vi sono altre considerazioni da fare:

1. dai dati più attendibili emerge una redditività negativa, aspetto che concorda con la media nazionale;
2. solo la redditività desunta dai dati RICA è su livelli molto apprezzabili, al punto da confermare la bontà della scelta imprenditoriale¹⁵; negli altri due casi esistono facilmente fonti alternative di reddito netto superiore;
3. il dato campionario è molto variabile se considerato per singola fonte, e quindi riemergono i dubbi sull'attendibilità dei dati d'origine, perlomeno per quanto riguarda le fonti RICA e questionari; al di là di questo, supposto che la banca a questo punto (peraltro iniziale) abbia deciso che è più opportuno finanziare un'azienda veneta piuttosto che una del resto del Paese, non riterrebbe parimenti finanziabili le tre tipologie interne al Veneto.

La redditività netta dell'impresa può successivamente essere interpretata scomponendola per fattori. Il ROE, infatti, si può decomporre in due modalità alternative:

¹⁵ Si deve infatti tener conto del fattore rischio e dell'esistenza di opportunità d'investimento alternative.

- con la prima si mettono in luce tutti i caratteri dell'operatività aziendale, concentrando l'attenzione su quelli economici senza però trascurare quelli finanziari;
- con la seconda vengono invece esplicitamente evidenziati i fondamenti finanziari dell'attività aziendale.

Si considera ora la prima scomposizione; per la seconda si rinvia al paragrafo 3.2.5 ("La capacità di incrementare l'indebitamento finanziario"). Si tratta di una scomposizione che si può definire economica, e si poggia su tre grandi fattori gestionali:

- la redditività operativa (lorda) degli investimenti [*return on investment* (ROI)];
- l'erosione della redditività operativa attuata dalle gestioni non caratteristiche, in particolare da quella finanziaria e da quella fiscale (rapporto tra utile netto e reddito operativo lordo);
- la cosiddetta leva finanziaria (rapporto fra investimenti e patrimonio netto).

Posto che:

- U = utile netto
- PN = patrimonio netto
- RO = risultato operativo lordo
- I = capitale investito

questa decomposizione della redditività netta si traduce algebricamente nel modo seguente:

$$\frac{U}{PN} = \frac{RO}{I} * \frac{U}{RO} * \frac{I}{PN}$$

Una volta scomposta nel modo suddetto, la redditività netta finale può essere interpretata in modo massimamente utile ai fini del merito di credito. Le possibili chiavi di lettura di questa scomposizione del ROE, infatti, sono piuttosto evidenti. Ad esempio, una redditività non soddisfacente, come ad esempio quelle desunta dai bilanci ufficiali, può essere dovuta:

- ad un modesto rendimento industriale (RO modesto rispetto agli I);
- all'imposizione fiscale, ma soprattutto ad un elevato costo dell'indebitamento (U molto inferiore a RO);
- al volano esercitato dalla struttura delle fonti di capitale in un contesto in cui è eccessivo il costo dell'indebitamento [I crescente rispetto al PN implica nuovo indebitamento ($I = PN + \text{Debiti}$)]; su questo aspetto si rinvia al paragrafo 3.2.5.
- ad una contemporanea configurazione negativa dei tre fattori.

I risultati campionari sono i seguenti

tabella 9

	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
RO/I	-0,6%	2,0%	8,0%	4,3%	-1,3%
UT/RO	2,933	1,031	1,843	0,797	0,371
I/PN	4,30	1,74	1,00	1,23	4,26

Si può perciò dedurre quanto segue:

1. La redditività operativa (RO/I) non è un problema per le aziende senza bilancio ufficiale

(RICA e questionari), che segnalano rendimenti positivi; il *core business*¹⁶ sembra invece essere il problema delle aziende con bilancio ufficiale. Anche in questo caso è lecito porsi il dubbio sull'esattezza delle fonti: se si assume l'equivalenza tra "bilancio ufficiale" e "bilancio attendibile", la redditività operativa delle altre due fonti è sovrastimata.

2. Complessivamente considerato, il campione evidenzia che le gestioni non caratteristiche¹⁷ sono tutto sommato ininfluenti sulla redditività netta finale ($UT/RO \approx 1$). La situazione interna al campione è però molto differenziata. Infatti, fatta eccezione per le aziende dei questionari, le altre subiscono un'erosione del reddito operativo ($UT/RO < 1$) a causa delle gestioni non caratteristiche. Ciò è particolarmente pesante per le aziende con bilancio ufficiale.
3. L'effetto di leva finanziaria (I/PN) è complessivamente modesto, certamente inferiore a quello medio nazionale; fanno eccezione le aziende con bilancio ufficiale, dotate di un effetto-leva perfettamente in linea con la media nazionale (anche questo è un elemento che fa meditare sull'attendibilità dei dati RICA e di quelli dei questionari). Ciò è un bene se il debito "costa più di quello che rende", e viceversa. Questo aspetto verrà chiarito al paragrafo 3.2.5.

È opportuno soffermarsi sulla redditività operativa, che è un aspetto della gestione tra i più importanti per la valutazione del merito di credito, visto che dimostra l'efficacia del *core business* in sé per sé. Comunemente essa dipende:

- dalle caratteristiche dimensionali/strutturali dell'attività aziendale;
- dalle condizioni di efficienza interna (produttività) ed esterna (competitività);
- dalle politiche di gestione in relazione alla variabilità delle condizioni di mercato.

Per mettere in luce tali determinanti, la più utile decomposizione della redditività operativa è la seguente:

$$\frac{RO}{I} = \frac{VP}{I} * \frac{RO}{VP}$$

dove VP indica il valore della produzione.

Il fattore VP/I è il *turnover* (tasso di rotazione del capitale investito), che ha una doppia chiave di lettura:

- il numero di volte in cui, in un dato orizzonte temporale, le vendite ricostituiscono il capitale investito nell'impresa;
- la capacità di penetrazione nel mercato¹⁸.

Il *turnover* è noto anche come leva operativa, giacché amplifica la redditività della produzione, rappresentata dal quoziente RO/VP . Considerandoli congiuntamente, rappresentano l'essenza del rendimento operativo degli investimenti, così interpretabile:

- un sorta di effetto-prezzo¹⁹ (RO/VP): impatto dei margini unitari (operativi lordi) che si ottengono in ognuno dei cicli di acquisto, lavorazione e commercializzazione;
- un sorta di effetto-quantità²⁰ (VP/I): numerosità dei cicli di produzione-vendita (nell'unità di tempo).

¹⁶ Per fare un paragone, banale ma chiarificatore, per chi valuta un'azienda la redditività operativa ha la stessa importanza che ha il motore per l'acquisto di un'auto.

¹⁷ Accessoria (come ad esempio l'attività agrituristica), finanziaria, straordinaria e fiscale.

¹⁸ Cresce con l'aumentare delle vendite a parità di capitale investito.

¹⁹ La redditività di ciascun atto di vendita.

Entrambi sintetizzano perciò le condizioni di efficienza (interna ed esterna) ed il livello di attività dell'impresa. Nel campione assumono i seguenti valori medi:

tabella 10

	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
RO/VP	-0,6%	5,1%	23,3%	12,5%	-2,7%
VP/I	1,020	0,398	0,342	0,343	0,472

I risultati sono piuttosto chiari:

1. Le aziende suinicole venete sono molto più abili della media nazionale nell'ottenere margini unitari positivi [redditività lorda di ciascun atto di vendita (RO/VP)]. Sull'effetto-prezzo, però, pesa una evidente eterogeneità interna al campione veneto: poiché il dato a priori più attendibile è molto più simile a quello medio nazionale, valgono osservazioni analoghe a quelle già fatte per il ROE e per il ROI in fatto di attendibilità dei dati.
2. La capacità di penetrazione commerciale (*turnover*), all'opposto, è piuttosto modesta e molto inferiore a quella media nazionale. Se reinterpretata in termini di tempo necessario alle vendite a ricostituire il capitale investito, a livello nazionale è necessario circa un anno (1,020 => 358 giorni), mentre nel veneto non bastano 2 anni e mezzo (0,398 => 917 giorni). Quanto ora osservato sembra piuttosto attendibile, visto l'omogeneità tra dati ufficiali e non ufficiali.
3. In sintesi, rispetto alla media nazionale, ad ogni ciclo di produzione-vendita le aziende venete spuntano margini unitari (operativi lordi) più elevati, ma detti cicli sono purtroppo meno frequenti.

3.2.2 La solidità

La prima verifica di solidità coinvolge il patrimonio netto. Rapportando il totale delle attività a detto capitale si ottiene tecnicamente quello che prima è stato indicato come leva finanziaria, che sostanzialmente descrive il grado di indipendenza finanziaria, poiché la frazione degli investimenti aziendali non coperta dal patrimonio netto, e quindi dalla proprietà, è ovviamente finanziata con capitale di terzi. Alti valori dell'indice segnalano una massiccia presenza di indebitamento che comporta:

1. maggiori condizionamenti esterni sulla gestione;
2. una superiore incidenza di oneri finanziari.

In occasione della discussione della redditività, l'indicatore in oggetto era stato definito come leva finanziaria, ed interpretato in base al suo effetto moltiplicatore dei fattori caratteristici e non caratteristici (per ulteriori dettagli si rinvia al paragrafo 3.2.5). Ora può essere definito come rapporto di indebitamento, poiché, oltre a quanto appena rilevato, segnala il suo impatto sulla struttura patrimoniale. Il suo livello ha in questo caso un'interpretazione univoca. Quanto più è elevato, tanto più la struttura del patrimonio è squilibrata, nel senso dell'eccessiva presenza di capitale fornito da terzi. Secondo l'ottica bancaria (o di qualsiasi altro finanziatore esterno), il livello ottimale è al massimo 2. Per la verità le banche lo considerano alla stregua di un "desiderio", giacché il livello 2 è inarrivabile in molti settori produttivi (esistono aziende industriali con valore anche superiore a 10). Va

²⁰ La capacità di far ruotare e rigenerare i capitali impiegati.

ribadito però che il livello aspirato dalle banche ha una sua razionalità: da come è strutturato l'indicatore, il valore 2 implica la condivisione dei rischi patrimoniali al 50% tra proprietà e finanziatore esterno.

I valori campionari sono desumibili dalla precedente tabella 9 (ultima riga). Sono bel di là della soglia teorica per ciò che concerne la media nazionale e le aziende venete con bilancio ufficiale, mentre all'opposto sono ottimi per la aziende con dati RICA e raccolti con i questionari. Permane il dubbio sull'attendibilità dei dati di queste due ultime fonti, espresso nel paragrafo precedente, dubbio suscitato dalla perfetta assonanza tra il valore nazionale e quello dei bilanci ufficiali veneti. Tale dubbio si rafforza in questa sede, specificamente destinata a valutazioni strutturali, viste le possibili sopravvalutazioni del patrimonio attivo immobilizzato (si rinvia al paragrafo 2.3 della parte seconda).

L'immagine della solidità aziendale fornita da questo primo indicatore va però approfondita. Vi sono infatti alcune caratteristiche della struttura dell'indebitamento che sfuggono a schemi valutativi di tipo contabile ma che comunque incidono sulla gestione in quanto costituiscono la qualità del patrimonio. In particolare, se è vero che la struttura del debito per scadenza interagisce con il suo costo, è anche vero che una realtà aziendale medio-piccola-piccolissima molto difficilmente si rivolge a finanziatori diversi dalle banche di credito ordinario. Da ciò consegue una sensibile presenza del debito finanziario a breve quasi indipendentemente dalla cosiddetta curva dei tassi d'interesse per scadenza. In quest'ottica l'attenzione ritorna a focalizzarsi sulla composizione delle fonti, in particolare delle passività finanziarie. Ad esempio, l'indebitamento finanziario a breve termine sarebbe preferibile in presenza di attese di ribasso dei tassi bancari, che, purtroppo, attualmente non sono razionali. Non si deve nemmeno dimenticare, ad esempio, la vischiosità politica²¹ che è sempre alle porte.

Più in generale, considerando cioè anche l'indebitamento commerciale, la presenza del debito a breve indebolirebbe la struttura finanziaria di una media e piccola azienda aumentandone notevolmente la rischiosità e la diseconomicità:

1. rischiosità - è il debito a breve (di qualsiasi tipo) a creare una pressione costante in termini di tempi di rimborso; si rammenti che quello bancario può essere revocato in pochi giorni;
2. diseconomicità - limitatamente al debito finanziario, nel nostro Paese (fatto peraltro unico nel panorama dei Paesi più sviluppati) il debito finanziario a breve costa di più di quello a medio-lungo termine.

Considerando quanto ora osservato, i valori desumibili dai campioni indagati attenuano, o perlomeno non peggiorano, il giudizio sulla solidità prima espresso in base al solo rapporto di indebitamento:

tabella 11

INCIDENZA DEL DEBITO A BREVE					
	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
debiti finanziari	52,6%	46,4%	100,0%	69,9%	35,4%
debiti totali	80,3%	64,2%	100,0%	72,4%	61,7%

In relazione al debito finanziario a breve, il suo peso non sembra eccessivo, ma se in merito a questa topologia di debito i dati di fonte RICA e dei questionari sono attendibili, allora le preoccupazioni sulla solidità di queste aziende riemergono con forza. Va però

²¹ È sufficiente qualche intoppo nell'approvazione delle Legge Finanziaria per provocare un innalzamento del rendimento dei titoli di stato che, tramite l'effetto di *crowding out*, potrebbe provocare lo stesso movimento nei tassi bancari (prima quelli della raccolta e poi, conseguentemente, quelli pagati dalle imprese).

rilasciato perlomeno il giudizio negativo sulle azioni RICA, visto che l'ipotesi più probabile è l'imprecisione contabile del dato RICA: infatti, solo il 16.7% delle aziende dichiara debiti finanziari. Su questo aspetto si rinvia al paragrafo 2.3 della parte seconda. In ogni caso, v'è un aspetto negativo in merito al debito finanziario a breve. Il complessivo dato campionario è inferiore alla media nazionale, ma poiché, come prima osservato, le valutazioni bancarie, pur parametrizzate su medie settoriali, sono alla fin fine individuali, non si può non rilevare che solo 33.3% del campione ha un'incidenza inferiore a quella nazionale.

Il giudizio sul complessivo indebitamento a breve è senza dubbio peggiore, pur se la situazione veneta continua ad essere "più leggera" di quella nazionale. Su questo, infatti, si consideri che le posizioni individuali dicono che oltre la metà delle aziende venete (58.3%) denotano un'incidenza superiore alla media nazionale.

Per concludere l'analisi della solidità patrimoniale, è opportuno considerare che la ricerca di un equilibrio tra le fonti risiede nell'esigenza di ottimizzare la struttura per scadenza dei finanziamenti, in coerenza con i flussi in entrata indotti dagli investimenti. Infatti, la valutazione delle garanzie patrimoniali e di quelle reddituali va di pari passo con il timing dei flussi in entrata-uscita. Soprattutto in realtà come quelle delle PMI, caratterizzate come sono da una non eccessiva rigidità degli investimenti, è inopportuno sbilanciare oltre misura le fonti verso il debito perché, come abbiamo già sottolineato, gli investimenti circolanti non sono le garanzie preferite dai finanziatori a titolo di credito in quanto in loro valore di mercato spesso è dinamicamente instabile. Equilibrare le fonti significa perciò prendere atto di una eventuale sottocapitalizzazione, e porvi rimedio. Il fenomeno può essere ben evidenziato dall'indice di ricapitalizzazione, cioè quanto sarebbe mediamente necessario ricapitalizzare al fine di riportare il rapporto di indebitamento sul valori-obiettivo pari a 2. Sui campioni indagati si rileva quanto segue:

tabella 12

<i>RICAPITALIZZAZIONE NECESSARIA PER UNA LEVA PARI A 2</i>				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
1.850.189 €	(-254.401 €)	(-296.050 €)	(-911.644 €)	1.940.812 €

I valori negativi sono indicati tra parentesi perché segnalano la non necessità della ricapitalizzazione; anzi esprimono la possibilità di espandere ulteriormente l'indebitamento (infatti corrispondono ad aziende con rapporto di indebitamento inferiore a 2).

I valori positivi, invece, definiscono l'importo che l'azienda tipo della fonte considerata dovrebbe immettere in azienda (a titolo di proprietà, ovviamente, e non di debito) per riequilibrare la composizione delle fonti di denaro, il tutto in linea con la soglia teorica desiderata dalle banche.

Anche in questo caso, si riscontra un perfetto allineamento tra i valori medi nazionali e quelli veneti di sola fonte ufficiale; quindi è d'obbligo ancora una volta ricordare la probabile sopravvalutazione dell'attivo immobilizzato delle fonti venete non ufficiali, nonché, per la sola fonte RICA, le modeste segnalazioni in fatto di indebitamento (di qualsiasi tipo); ritornando sul primo tipo di imprecisione contabile, si noti che mentre a livello nazionale si rileva una proporzione tra investimenti fissi e valore della produzione pari a 0.3 euro dei primi per ogni euro del secondo, tra le fonti RICA e questionari si passa rispettivamente a 1.7 e 2.7 euro.

3.2.3 La solvibilità potenziale

Tra investimenti e capitali che li sostengono esistono relazioni funzionali che conferiscono equilibrio/disequilibrio alla gestione, cioè il "recinto" entro il quale l'impresa riproduce le performance positive e corregge quelle negative²².

Avendo come obiettivo la solvibilità, perlomeno potenziale, tra i possibili equilibri che vanno testati quello certamente prioritario sancisce che gli investimenti di medio-lungo termine devono dipendere solo da capitali in scadenza su analoghi orizzonti temporali²³: se così non fosse, l'impresa si troverebbe in una strutturale tensione finanziaria poiché i rimborsi dei finanziamenti precederebbero i rendimenti degli investimenti.

La natura di questo equilibrio è così evidente da apparire banale, ma non lo è altrettanto quando si tratta di conseguirlo sul campo; il campione veneto, come si vedrà, purtroppo ne è un esempio. Tale equilibrio è testato dal margine di struttura, cioè il differenziale tra i finanziamenti permanenti²⁴ e gli investimenti fissi. Tale margine è rassicurante se positivo, ed è determinante per la gestione in due diverse modalità:

- in senso assoluto: se perlomeno è nullo l'impresa dimostra di poter "coprire" gli investimenti fissi senza attingere a capitali di breve termine; se è positivo va a sostituire fonti a breve termine nel sostenere gli investimenti circolanti;
- in proiezione futura: solo se positivo, costituisce una riserva per investimenti in tecnologia ed innovazione.

Nel campione il margine strutturale assume i seguenti valori:

tabella 13

MARGINE STRUTTURALE				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
-791.956 €	-106.292 €	243.719 €	-152.353 €	-233.196 €

In base a questi dati si può dire che il "recinto" di medio-lungo termine entro il quale si dipana l'attività aziendale sottende pericoli per la solvibilità potenziale, e non consola il fatto che la media nazionale sia anche peggiore (le banche non ragionano con la logica "mal comune mezzo gaudio"). Comunque, al di là di qualsiasi sofismo metodologico, è indubbio che il dato rilevato non sia positivo; la sola eccezione si registra per le aziende di fonte RICA. Si può perciò ritenere che agli occhi di un finanziatore esterno le aziende suinicole (venete e nazionali) apparirebbero come soggetti la cui solvibilità è a rischio sul medio-lungo termine, qualora il margine non venga corretto (diventi cioè positivo).

Per una visione completa degli equilibri patrimoniali, oltre alla solvibilità di medio-lungo termine, si deve considerare anche la liquidabilità (solvibilità di breve termine). Infatti, se è pur vero che l'impresa considerata come organizzazione in continua evoluzione deve assicurarsi la perpetuazione nel tempo (un margine strutturale positivo favorirebbe proprio questo), è anche vero che l'impresa come soggetto di diritto deve poter onorare gli impegni già in scadenza o di prossima scadenza. In pratica, il secondo fondamentale equilibrio risiede nella capacità di liquidare i propri investimenti in quantità e tempi sufficienti a rimborsare i finanziamenti di breve termine. Questo concetto di equilibrio può essere verificato con test alternativi, e in questa sede si propone uno dei più stringenti: il cosiddetto *acid test*, indicatore che mette a confronto crediti a breve termine e disponibilità liquide, da un lato, e

²² Queste capacità ai rafforzano al crescere della reattività e della resistenza (si rinvia al paragrafo 3.2.4).

²³ Si tratta di una solvibilità potenziale poiché quella complessiva effettiva dipende da tutti gli aspetti che in questo studio vengono analizzati.

²⁴ Patrimonio netto e debiti a medio-lungo termine.

debiti a breve termine, dall'altro lato²⁵. Il test ha una soglia critica teorica pari a 1²⁶, che la pratica sul campo nel nostro Paese riduce però a valori inferiori:

tabella 15

	<i>soglia perfetta</i>	<i>valore normale</i>	<i>segnale di pericolo</i>	<i>pericolo conclamato</i>
<i>acid test</i>	≥ 1	$\cong 0.7$	$\cong 0.5$	≤ 0.5

In ogni caso, come si vedrà, i valori riscontrati sul campione veneto sono insufficienti, da considerare dichiaratamente pericolosi:

tabella 16

<i>ACID TEST</i>				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
0,776	0,444	8,894	0,159	0,520

Mentre a livello nazionale l'esito del test è normale, nel campione veneto è invece molto modesto, nonostante un valore RICA inusitatamente elevato; quest'ultimo però è tanto elevato quanto inattendibile: deriva infatti da debiti a breve termine dichiarati come praticamente inesistenti²⁷.

Sulla solvibilità potenziale di breve termine è necessario un approfondimento. Ci si deve chiedere, infatti, come si onorano i debiti in scadenza quando le risorse disponibili a breve sono mediamente il 44.4% di quanto servirebbe: evidentemente gioca un ruolo cruciale il continuo rifinanziamento dei terzi, siano essi banche o fornitori.

A questo punto entra in gioco un concetto finanziariamente molto tecnico e stringente, noto come *duration* dei debiti finanziari, un test che abbraccia contemporaneamente sia gli orizzonti di breve termine che quelli medio-lungo termine. Essa è il tempo necessario a rimborsare i debiti finanziari qualora la banca "chiuda i rubinetti", e quindi a questo scopo si può contare solo sui flussi di cassa generati autonomamente dall'impresa, e non anche da quelli che derivano dal continuo rifinanziamento. Per questo test normalmente si considera una proxy del flusso di cassa (il margine operativo lordo) al netto però dell'imposizione fiscale²⁸. I risultati parlano da soli: in tale situazione di emergenza, il campione veneto dimostra di aver bisogno di un tempo pari a ben 6 anni per rimborsare i debiti finanziari, contando solo sulle proprie forze; il dato appare squilibrato se si pensa che i debiti finanziari a breve termine, che in teoria dovrebbero essere rimborsati entro un anno, rappresentano circa la metà dei debiti finanziari totali (si rinvia alla tabella 11).

3.2.4 La reattività e la resistenza

Se l'impresa non dimostra di possedere:

- reazione produttiva in corrispondenza di situazioni impreviste;
- resistenza commerciale nelle fasi negative della domanda;

²⁵ La prudenza fa escludere le scorte.

²⁶ Che diventa 2 se si considerano le scorte.

²⁷ Cosa impossibile se non altro per motivi fiscali: la presenza di un reddito ante imposte, infatti, implica necessariamente che vi siano perlomeno debiti tributari (che sono a breve termine).

²⁸ Contrariamente a quello che comunemente si può pensare, l'imprenditore a corto di liquidità spesso da la precedenza ai debiti fiscali, e in questo è razionale almeno per due motivi: con la banca c'è un certo margine di trattativa, le sanzioni fiscali sono ben superiori.

eventuali buone performance reddituali (come quelle evidenziate per le aziende senza bilancio ufficiale) rischiano di essere occasionali, mentre invece quelle negative (come quelle delle aziende con bilanci ufficiali) all'opposto tendono ad essere croniche.

La capacità di reagire-resistere a shock imprevisti diventa fondamentale anche in conseguenza del precedente giudizio sulla solvibilità potenziale; il problema è in tal caso evidente: ci sarà il tempo di riequilibrare la solvibilità su orizzonti medio-lunghi, se l'azienda viene messa in ginocchio dalla solvibilità di breve termine ?

Più in generale, in un'attività come l'allevamento queste capacità possono essere una fattore di sopravvivenza nel senso stretto del termine: si pensi ai fenomeni che nel recente passato hanno colpito i bovini ed il pollame.

Considerando dapprima la capacità di reazione, essa si valuta mediante il concetto di elasticità del processo produttivo, cioè la capacità di modificare i costi di produzione in relazione alla ciclicità, o anche shock imprevisti, della domanda. Questa capacità dell'impresa²⁹ è una dote che peraltro in tutto il mondo invidiano alle tipiche aziende del Nord-Est italiano, ma è da verificare se sia così anche per le aziende suinicole venete. In questa sede il coefficiente di elasticità produttiva è stato verificato in due accezioni diverse poiché non è dato sapere se, per ogni singola azienda, l'eventuale costo del personale sia fisso o variabile³⁰. I risultati sui campioni esaminati sono espressi nella seguente tabella:

tabella 17

<i>ELASTICITÀ DEL PROCESSO PRODUTTIVO</i>					
	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
costo del personale variabile	26,8	9,9	9,1	6,7	10,9
costo del personale fisso	8,8	5,4	5,8	5,3	5,1

Il test dell'elasticità produttiva, com'è intuibile a priori, non è dotato di soglia critica teorica, quindi il giudizio può essere solo comparativo. Si può perciò ritenere che, in ogni caso, le aziende suinicole venete siano meno elastiche della media nazionale, e ciò le espone maggiormente agli shock della domanda.

In relazione alla capacità di resistenza, essa diventa rilevante quando l'elasticità non è sufficiente a ritardare i costi di produzione nei tempi necessari, quindi lo shock di domanda impatta sull'azienda: in tal caso è rilevante la capacità di attutire l'impatto, cioè la resistenza economica. Viene testata con un test chiamato margine di sicurezza, che definisce la possibile diminuzione (in percentuale) del valore della produzione senza che ciò provochi perdite operative. Su questo test sono però necessarie sue premesse metodologiche:

1. quando diminuiscono gli introiti, non ci sono solo i costi operativi da dover comunque pagare (fornitori, personale, affitti e leasing, ecc.), ma anche quelli finanziari: quindi il concetto di costo operativo andrebbe allargato includendovi anche gli interessi passivi;
2. il concetto di margine di sicurezza è significativo solo per diminuzioni della quantità venduta, e non per contrazioni dei prezzi³¹.

²⁹ Modificare i costi di produzione implica il reagire con prontezza a situazioni impreviste variando (più o meno rapidamente) la dimensione e la natura del processo produttivo.

³⁰ Intuitivamente un'impresa è più flessibile di un'altra se la sua struttura produttiva è caratterizzata da una minore incidenza di costi fissi. Infatti, operando prevalentemente con fattori variabili si possono modulare più facilmente e rapidamente i cicli produttivi, minimizzando nel contempo l'impatto sulla redditività. Quindi, il più semplice ed immediato indicatore di reattività produttiva è il quoziente tra costi variabili e costi fissi, che varia tra zero (assenza di costi variabili) e infinito (assenza di costi fissi).

³¹ Tale caratteristica è intuitiva. Infatti se il fatturato diminuisce a causa di ribassi sui prezzi parallelamente non diminuiranno i costi, essendo rimasta invariata la quantità prodotta e venduta, e conseguentemente non sarà più vero che l'azienda si può permettere una diminuzione dei ricavi pari a quella indicata dal margine di sicurezza.

I risultati campionari sono i seguenti:

tabella 18

<i>MARGINE DI SICUREZZA (IN SENSO AMPIO)</i>				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
-2,5%	1,9%	23,3%	10,2%	-7,1%

Non c'è alcuna resistenza nella media nazionale e nemmeno per le aziende venete con bilancio ufficiale, mentre è molto elevata per le aziende venete senza bilancio ufficiale; si rinvia perciò a quanto rilevato precedentemente sull'attendibilità dei dati.

Si osservi che un margine di sicurezza (in senso ampio, cioè anche finanziario) di segno negativo semplicemente segnala che il reddito operativo (in senso stretto) diventa negativo qualora siano considerati operativi anche gli interessi passivi. Si rammenti che la scomparsa del margine di sicurezza azzerava del tutto la possibilità di strategie commerciali aggressive nei prezzi.

Se il margine di sicurezza fosse determinato nel modo tradizionale, cioè escludendo gli oneri bancari, la situazione sarebbe la seguente:

tabella 19

<i>MARGINE DI SICUREZZA (IN SENSO STRETTO)</i>				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
-0,6%	5,1%	23,3%	12,5%	-2,7%

La resistenza economica certamente migliorerebbe, ma resterebbe comunque inesistente per le aziende con i dati ufficiali.

Il parere di chi scrive è comunque favorevole all'interpretazione ampia della resistenza: si noti infatti che l'etichetta di non operatività dei costi bancari deriva solo dalla mancanza di un esplicito legame con le quantità prodotte, ma non certo da un giudizio di "non necessità" per l'attività di produzione (a che serve, sennò, l'indebitamento finanziario?). Quindi, perlomeno per questo indicatore, si ritiene opportuno considerare operativi anche i costi finanziari³².

Si consideri infine un ulteriore test che offre ulteriori informazioni sulle capacità di reattività e resistenza: il *payback period*. Si tratta del tempo medio di ammortamento dei beni strumentali, espresso in anni: quanto più lungo è, tanto più l'azienda è esposta sia alla rigidità dei costi fissi sia ai rischi connessi al ritardato rinnovo tecnologico. Nei campioni si rileva quanto segue:

tabella 20

<i>PAYBACK PERIOD</i>				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
11	17	18	14	16

Anche questo test inesorabilmente non depone a favore delle capacità ora testate.

³² Questa soluzione non sarebbe invece opportuna per l'analisi della redditività, perché non consentirebbe di approfondire la decomposizione della stessa.

3.2.5 La capacità di incrementare l'indebitamento finanziario

Ora l'obiettivo dell'analisi si concentra sull'esistenza o meno di un margine potenziale di indebitamento finanziario. La ratio di questo obiettivo è semplice: qualora si prospettassero delle occasioni di sviluppo aziendale, se l'azienda non ha capacità di autofinanziarsi e l'imprenditore non ha a disposizione ulteriore capitale personale, non resta che l'alternativa di rivolgersi alla banca. Si badi bene, però, che i margini di ulteriore indebitamento finanziario cui si fa riferimento sono stati calcolati solo con ottica strutturale, prescindendo da qualsiasi altra considerazione. In altri termini, si sono considerate le caratteristiche di solidità e di solvibilità potenziale prima discusse, quindi i dati che seguono vanno interpretati nel modo che segue:

1. il nuovo indebitamento possibile risponde solo al rispetto dei canoni di equilibrio strutturale tra finanziamenti e investimenti: omogeneità tra il *timing* dell'investimento e quello del finanziamento, preesistenza di debiti finanziari di un certo tipo e di un certo valore;
2. l'effettiva concessione da parte della banca, ove il punto precedente dia un responso positivo, dipende poi da tutte le altre valutazioni dell'impresa: le già discusse caratteristiche della redditività e della reattività-resistenza, e le successive valutazioni sui rischi di mercato (paragrafo 3.2.6), sulla complessiva probabilità di dissesto (paragrafo 4.2), sul valore di mercato dell'azienda (paragrafo 3.2.7).

La prima verifica da fare, quindi, riguarda la capacità di autofinanziamento dell'impresa; questo test si esegue supponendo che le possibilità di sviluppo si possano concretizzare in una crescita del fatturato senza nel contempo richiedere nuovi investimenti strutturali. I risultati campionari sono però deludenti³³:

tabella 21

<i>POSSIBILITÀ DI AUTOFINANZIARE LA CRESCITA DEL FATTURATO</i>				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
NO	NO	SI	NO	NO

L'esito è diffusamente negativo, fatta eccezione per le azione di fonte RICA. A maggior ragione l'esito sarebbe ancor più negativo se al finanziamento di un livello di produzione superiore si richiedesse parallelamente l'attivazione di nuovi investimenti fissi. Quindi è evidente la necessità di farsi finanziare dalle banche (nell'ipotesi che l'imprenditore non abbia capitali personali).

Come premesso, solamente in base ad una ottimale ottica strutturale, l'eventuale possibilità di aumentare l'indebitamento finanziario appare essere la seguente:

tabella 22

<i>POSSIBILITÀ STRUTTURALE DI NUOVO INDEBITAMENTO FINANZIARIO</i> <i>(dati in migliaia di euro)</i>					
	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
totale	0 €	254 €	296 €	912 €	0 €
a breve termine	802 €	-104 €	230 €	-151 €	-238 €
a medio-lungo termine	0 €	358 €	66 €	1.063 €	0 €

³³ L'indicatore utilizzato è una particolare relazione fra il MOL al netto delle tasse ed il capitale circolante netto.

I dati suddetti implicano quanto segue:

1. L'azienda tipo di ambito nazionale non ha possibilità di indebitarsi ulteriormente, anche se limitatamente al breve periodo potrebbe farlo per circa 802 mila euro; il debito finanziario a medio-lungo termine, però, non può evidentemente essere "dimenticato".
2. L'azienda-tipo di ambito veneto ha una "riserva" finanziaria pari a circa 254 mila euro. Poiché è consigliata la riduzione per circa 104 mila euro del debito finanziario a breve termine, il tutto implica un spazio di circa 358 mila euro per indebitamento finanziario a medio-lungo termine.
3. In modo analogo si valutano i dati delle tre fonti del campione veneto. Su questo si segnalano le aziende con bilancio ufficiale: non hanno possibilità strutturali di incrementare il debito finanziario, e anzi devono ridurre quello a breve termine per circa 238 mila euro.

Anche questi dati, com'è evidente, richiamano l'attenzione sull'attendibilità delle fonti.

Detto questo, è opportuno andare al di là delle mere strategie finanziarie strutturali e verificare anche la razionalità reddituale di un eventuale nuovo debito finanziario. Si può così anche dare ulteriore significato all'analisi di redditività; in quella sede si è lasciato in sospeso il giudizio sull'effetto-leva, che dipendeva dal fatto che il debito "costa più di quello che rende" o viceversa. A questo scopo si deve utilizzare la possibile seconda decomposizione della redditività netta, quella più tipicamente finanziaria:

Il modello di analisi utilizzato, innanzitutto, riclassifica il bilancio aziendale secondo la logica delle pertinenze gestionali. Il debito non finanziario viene considerato "di servizio" all'attività produttivo-commerciale, quindi sottratto all'attivo di bilancio: il risultato è la contrapposizione tra un attivo netto (di debiti commerciali) e due sole fonti di denaro: quella della proprietà (il patrimonio netto) e quella bancaria (debiti finanziari). Sulla base di questo, e posto che

- π = redditività finale (ROE)
- ρ = redditività operativa (ROI)
- r = tasso d'interesse mediamente pagato³⁴ [*return on debt* (ROD)]
- f = rapporto tra debiti finanziari e capitale di rischio [*leverage* (DF/PN)]³⁵

la redditività finale netta può essere così scomposta³⁶:

$$\pi = \rho + (\rho - r)f$$

da cui si evince che il differenziale tra la redditività complessiva (π) e quella puramente operativa (ρ), dovuto agli oneri finanziari [$(\rho - r)$], viene amplificato dall'effetto di leva (f). Ne deriva un ben noto schema decisionale, la cui logica di base è:

- se $\rho > r$ la redditività netta può aumentare sfruttando l'effetto leva (f): quindi è razionale ridurre il capitale di rischio sostituendolo con indebitamento finanziario;
- se invece $\rho < r$ è conveniente la strategia opposta.

³⁴ Desunto implicitamente dai conti aziendali come rapporto tra oneri e debiti finanziari.

³⁵ Questo modo di esprimere la struttura finanziaria dell'impresa è del tutto simile a quello visto nella precedente formulazione del ROE (I/PN). Tra le due modalità, infatti, v'è un costante fattore di proporzionalità ($I/PN = 1 + DF/PN$)

³⁶ La fiscalità può essere omessa ora che siamo ritornati ad una tassazione d'impresa esattamente proporzionale (è stata abolita la DIT).

In pratica, la razionalità reddituale di un ulteriore indebitamento finanziario risiede nel differenziale $\rho-r$. I valori campionari dello stesso sono i seguenti:

tabella 23

<i>RAZIONALITÀ REDDITUALE DEL NUOVO INDEBITAMENTO FINANZIARIO</i>					
	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
$\rho-r$	-8,28%	-2,69%	1,98%	-0,67%	-5,9%
razionalità	NO	NO	SI	NO	NO

Come si può notare, sia a livello nazionale che veneto, con l'eccezione delle aziende di fonte RICA, l'indebitamento finanziario "costa più di quello che rende". Ritornando per un momento sulla valutazione della redditività, si può ora ritenere che, sempre con l'eccezione delle aziende di fonte RICA, è opportuno che l'effetto leva sia il più modesto possibile.

Rientrando nella tematica corrente, la sovrapposizione tra ottimalità strutturale e razionalità reddituale si presenta come segue:

tabella 24

<i>STRATEGIE PER IL NUOVO INDEBITAMENTO FINANZIARIO</i>					
	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
opportunità strutturale	NO	SI	SI	SI	NO
razionalità reddituale	NO	NO	SI	NO	NO
scelta combinata	NO	NO	SI	NO	NO

In pratica, è negativo anche il giudizio finale sulla capacità di incrementare l'indebitamento finanziario; l'unica eccezione sono le aziende di fonte RICA.

Però, visto che tutto sommato le opportunità strutturali sono buone mentre il tallone d'Achille è la razionalità reddituale, è opportuno riprendere il ragionamento abbozzato al paragrafo 3.2.2 in merito alla valutazione della curva di tassi d'interesse. È evidente quanto tale valutazione sia complessa: da essa dipende la scelta di convenienza delle fonti, è per decidere viene richiesto di integrare la valutazione intertemporale del costo del denaro (la curva dei tassi) con le previsioni sul ciclo economico generale. Questa strategia decisionale è probabilmente ancora un compito avulso dalla mentalità di un socio di una PMI, più portato ad risolvere i problemi produttivo-commerciali piuttosto che a monitorare elementi come il premio al rischio desiderato dal finanziatore, le aspettative d'inflazione, le tensioni di liquidità del sistema, e altri ancora. È anche vero però che i caratteri dei mercati finanziari attuali rendono necessario un avvicinamento a queste tematiche, pur anche di primo approccio, e questo perché valori di leva crescenti implicano il rischio del rifinanziamento, cioè il ricorso a manovre finanziarie iperspeculative (i cosiddetti *Ponzi game*)³⁷.

Il punto nodale è il differenziale tra rendimento operativo e costo finanziario. Sarebbe opportuno approfondire tale basilare indicatore, interpretandolo in modo dinamico e scindendolo in due componenti: il trend dovuto alla variazione della redditività operativa ($\Delta\rho$) e quello imputabile alla variazione del costo del denaro (Δr):

$$\Delta(\rho-r) = \Delta\rho - \Delta r$$

Le fonti disponibili, però, non consentono per ora questa verifica.

³⁷ Consistono nell'indebitarsi per fronteggiare debiti in scadenza per i quali l'azienda non ha disponibilità di copertura (in pratica nuovi debiti coprono i vecchi debiti).

3.2.6 I rischi di mercato cui è sottoposta l'azienda

L'affidabilità creditizia di un'azienda si desume anche dall'esposizione della stessa alle variabili condizioni dei mercati, nonché al tasso di competitività presente negli stessi.

La prima valutazione da fare in tal senso può essere definita come esposizione al rischio congiunturale. Si tratta della quantificazione dell'impatto sul reddito operativo di una riduzione delle quantità vendute, non a causa dell'azione delle aziende concorrenti ma dovuta ad un calo generale della domanda (che colpisce tutti)³⁸. Lo scopo è questo: l'azienda più esposta è quella che probabilmente prima di altre uscirà dal mercato. Le elaborazioni sui campioni indagati sono le seguenti:

tabella 25

<i>SENSIBILITÀ ALL'ANDAMENTO CONGIUNTURALE</i>				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
-5,1%	2,7%	1,4%	1,7%	-2,2%

La suddetta sensibilità va interpretata come riduzione percentuale del reddito operativo in presenza di una riduzione dell'1% delle quantità vendute. Come si può notare, quindi, le aziende con bilancio ufficiale, sia venete che nazionali, non hanno margini verso riduzioni delle quantità vendute; così va interpretata un'esposizione negativa, che dipende dalla negatività del reddito operativo: una riduzione delle quantità vendute non può che rendere ancor più negativo il reddito operativo dell'azienda tipo. Le aziende che invece posseggono un reddito operativo positivo (quelle senza bilancio ufficiale) innanzitutto sono in grado di subire una riduzione delle quantità vendute: dimostrano però una sensibilità più che proporzionale (esposizione > 1%) a detta riduzione.

Da una valutazione combinata tra il presente concetto di sensibilità congiunturale ed il margine di sicurezza prima calcolato (si rinvia al paragrafo 3.2.4), relativamente a quello in senso stretto³⁹, si desume che se l'azienda tipo del campione veneto:

1. si può permettere un calo del 5,1% del valore della produzione prima di cadere in perdita operativa
2. ad ogni 1% di calo della domanda subisce una riduzione del 2,7% del reddito operativo⁴⁰

allora la stessa azienda deve sperare in una variabilità della domanda che nelle fasi di calo non vada oltre il -2%. Se è così, il margine esistente è molto modesto.

La seconda tipologia di esposizione alle forze di mercato fa riferimento non alla ciclicità della domanda, quanto all'azione dei concorrenti. In tal senso il test è definibile come esposizione alla competizione, ed è così strutturato: definisce la quantità aggiuntiva che deve vendere l'azienda a fronte del calo del prezzo dell'1% per non azzerare il reddito operativo; il calo del prezzo deriva da una strategia aggressiva dei concorrenti. I valori campionari sono i seguenti:

³⁸ Attenzione: questo test è cosa diversa dal margine strutturale. Quest'ultimo dice quanto può ridursi il valore della produzione senza che ciò provochi perdite operative, in presenza di uno shock di domanda. Il presente test, invece, da un'idea della sensibilità operativa a tale shock.

³⁹ Il reddito operativo, di cui ora si è testata la sensibilità alla congiuntura, non contempla i costi finanziari.

⁴⁰ Si rammenti che è la differenza tra valore e costo della produzione.

tabella 26

ESPOSIZIONE ALLA COMPETITIVITÀ				
ITALIA	CAMPIONE	di cui		
		RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
49,5%	7,8%	5%	3,1%	20,3%

Il test dice che tutte le aziende considerate hanno teoricamente la possibilità di reagire a lotte di prezzo, possibilità che però in pratica non esiste per le aziende (nazionali e venete) con bilancio ufficiale, giacché il richiesto incremento delle quantità è inusitatamente alto, conseguibile solo con una domanda estremamente reattiva al prezzo. Più in generale, quanto più è modesta questo tipo di esposizione e tanto meno l'azienda subirà strategie aggressive di prezzo.

3.2.7 Il valore di mercato dell'azienda

L'ultima doverosa valutazione dell'azienda, che completa il quadro dell'analisi quantitativa, è il presumibile valore di mercato della stessa. Le motivazioni sono almeno due:

1. la prima è strumentale: il valore di mercato è se non altro funzionale all'applicazione della seconda versione (quella più aggiornata) dello *Z-score model*, metodo di sintesi della probabilità di dissesto che verrà presentato al paragrafo 4.2;
2. la seconda è sostanziale: le banche, pur se con qualche vischiosità e ritrosia, stanno lentamente considerando chiavi di lettura dell'azienda diverse da quella che vede la stessa come un soggetto potenzialmente fallibile, del quale ci si deve perciò preoccupare del presumibile valore di realizzo "per parti", cioè liquidando singoli pezzi dell'attivo e del passivo.

L'azienda va infatti considerata come un'organizzazione che, fino a prova contraria, è destinata a durare nel tempo, e quindi per la banca ha senso chiedersi se sta finanziando un "progetto aziendale" che vale.

I metodi di valutazione sono numerosi, e la scelta è caduta su quello proposto da Franco Modigliani e Merton Miller. Tale processo di valutazione, pur datato e basato su ipotesi di mercato che per certi versi ideali, possiede indubbiamente alcune grandi proprietà:

- molte delle metodologie più recenti si ispirano ad esso, pur se in taluni casi in modo indiretto e velato: ciò gli attribuisce il carattere di "radice (quasi) comune" dei metodi successivi;
- ha un basso grado di sofisticazione, e ciò elimina il rischio che i risultati siano in parte correlati alla tecnica di misurazione e non solo, come dovrebbe essere, alle caratteristiche dell'impresa;
- mette in esplicito rilievo tutte le determinanti del valore aziendale (*value driver*);
- consente una chiara ed univoca gerarchizzazione delle possibili strategie aziendali.

Più nel dettaglio, sulla base dei seguenti *value driver*:

- RO = reddito operativo (in euro)
- ρ = rendimento operativo (in percentuale)
- c = costo medio ponderato del capitale investito
- ΔI = investimenti incrementali dell'impresa
- T = durata del vantaggio competitivo (numero di periodi in cui $\rho > c$)

il metodo di Modigliani e Miller esprime così il *corporate value* (v):

$$v = \frac{RO}{c} + \frac{T(\rho - c)\Delta I}{c(1+c)}$$

Il primo termine esprime il valore stabilmente generato dall'impresa, alla stregua di una rendita perpetua che dipende dal reddito operativo attualmente conseguibile (RO) e dal fattore di capitalizzazione rappresentato dal costo medio ponderato del capitale investito (c). Il secondo termine considera invece il valore potenzialmente generabile qualora l'impresa sia in grado di incrementare l'attuale livello di investimenti (ΔI). Tale valore dipende dall'eccesso di rendimento operativo sul costo complessivo del capitale ($\rho > c$) e dal numero di periodi in cui ciò avviene (T); il tutto viene capitalizzato, anche in questo caso, con la tecnica della rendita perpetua ed utilizzando come fattore di capitalizzazione ancora il costo medio ponderato del capitale investito (c), nonché attualizzato ($1+c$) poiché la resa degli investimenti incrementali viene misurata a fine periodo. Va notato che il *corporate value* a sua volta corrisponde alla somma tra valore di mercato del Patrimonio Netto e valore dell'indebitamento.

Il costo medio ponderato del capitale (c) è probabilmente il *value driver* che assume un ruolo decisivo; infatti è l'unico ad apparire sia nella valutazione delle attività già esistenti che in quella delle opportunità di crescita. Questo importante indicatore viene espresso mediante la tecnica del *weighted average cost of capital*⁴¹; posto che:

- x = quota del capitale proprio nei finanziamenti complessivi
- e = costo del capitale proprio⁴²
- d = costo dell'indebitamento (finanziario)⁴³

il costo medio ponderato del capitale diventa:

$$wacc = ex + d(1-x)$$

Detto questo, e supposto un periodo di vantaggio competitivo pari 5 anni (generalmente si spazia da 3 a 7 anni), a livello nazionale il valore lordo di mercato delle aziende suinicole si attesta su circa 4.4 milioni di euro, mentre a livello veneto si va dai 742 mila euro delle aziende di fonte RICA fino ai 2.7 milioni di euro di quelle dei questionari (1.8 milioni il valore lordo di mercato delle aziende con bilancio ufficiale).

Tra i vari *value driver*, va notato che solo per le aziende di fonte RICA il differenziale $\rho - c$ è positivo, quindi tutte le altre non avrebbero la convenienza a realizzare nuovi investimenti (secondo la formula di Modigliani e Miller ciò ridurrebbe il valore di mercato dell'impresa). Poiché invece le aziende con bilancio ufficiale e quelle dei questionari invece lo fanno, emerge un ulteriore fattore di irrazionalità finanziaria.

⁴¹ La tecnica del *wacc* non è l'unica idonea ad esprimere il costo del capitale, anche se è decisamente quella più diffusa. Per approfondimenti su metodi alternativi si rinvia a Benninga S.Z. e Sarig O.H. (1997), *Corporate finance. A valuation approach*, McGraw Hill, New York, e Massari M. (1998), *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw Hill, New York.

⁴² Determinato con la tecnica del *capital asset pricing model* (si rinvia al paragrafo 1.3.2)

⁴³ Si utilizza il ROD introdotto al paragrafo 3.2.5. Come in quella sede, il bilancio va riclassificato con la metodologia delle pertinenze gestionali: l'indebitamento commerciale viene sommato algebricamente alle attività, quindi tra le fonti l'unico indebitamento esplicitamente evidente è quello finanziario.