

## 4. OSSERVAZIONI CONCLUSIVE: LE PROBABILITÀ DI DISSESTO STRUTTURALE DELLE AZIENDE SUINICOLE VENETE

### 4.1 Una sintesi dell'analisi quantitativa

È ora opportuno sintetizzare quanto rilevato nella parte terza di questo studio.

<p style="text-align: center;"><i>LA REDDITIVITÀ</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. pessime o modeste le determinanti della redditività delle aziende con dati ufficiali</li><li>2. buone o normali le determinanti della redditività delle aziende con dati non ufficiali</li><li>3. la fonte e la sua attendibilità sono perciò determinanti</li></ol>
<p style="text-align: center;"><i>LA SOLIDITÀ</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. giudizio negativo per le aziende con dati ufficiali, con l'unica eccezione dell'indebitamento finanziario a breve termine</li><li>2. giudizio positivo per le aziende con dati non ufficiali</li><li>3. la fonte e la sua attendibilità sono perciò determinanti</li></ol>
<p style="text-align: center;"><i>LA SOLVIBILITÀ POTENZIALE</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. solvibilità potenziale di medio-lungo termine: a evidente rischio se non aumenta il peso delle fonti di denaro su lunghi orizzonti</li><li>2. solvibilità potenziale di breve periodo: pessima (fatta eccezione le imprese di fonte RICA)</li></ol>
<p style="text-align: center;"><i>LA REATTIVITÀ E LA RESISTENZA</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. reattività a shock della domanda: decisamente inferiore alla media nazionale</li><li>2. resistenza a shock della domanda: ottima per le aziende senza bilancio ufficiale, pessima per quelle con bilancio ufficiale</li><li>3. la fonte e la sua attendibilità sono determinanti per la resistenza</li></ol>
<p style="text-align: center;"><i>LA CAPACITÀ DI INCREMENTARE L'INDEBITAMENTO FINANZIARIO</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. in media l'azienda-tipo ha lo "spazio" strutturale per incrementare il debito finanziario (circa 250 mila euro), ma contemporaneamente deve ridurre l'indebitamento finanziario a breve termine</li><li>2. solo per le aziende di fonte RICA, però, l'incremento del debito finanziario è razionale dal punto di vista reddituale</li></ol>
<p style="text-align: center;"><i>I RISCHI DI MERCATO CUI È SOTTOPOSTA L'AZIENDA</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. l'azienda-tipo è esposta al calo congiunturale della domanda, con una elasticità pari a 2,7 (riduzione percentuale del reddito operativo in corrispondenza del calo delle quantità pari all'1%)</li><li>2. l'azienda-tipo è esposta a strategie aggressive dei concorrenti, con una elasticità pari a 7,8 (aumento delle quantità vendute necessario a controbilanciare una riduzione del prezzo pari all'1%)</li></ol>
<p style="text-align: center;"><i>IL VALORE DI MERCATO DELL'AZIENDA</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. nel migliore dei casi (aziende di fonte "questionari") il valore lordo di mercato dell'azienda-tipo è pari a 6/10 di quanto stimabile a livello nazionale</li><li>2. solo le aziende di fonte RICA riuscirebbero ad incrementare il loro valore lordo di</li></ol>

mercato investendo ulteriormente per il futuro (il denaro investito in azienda "rende più di quello costa")

## 4.2 La probabilità di dissesto strutturale dell'azienda

Dopo tutte queste valutazioni su specifici aspetti della gestione è ora necessaria una valutazione di sintesi sulla probabilità di dissesto strutturale. Purtroppo i dati disponibili non consentono la determinazione della classica probabilità di default (è per questo che si è convenuto con l'opinione di Moody's circa l'impossibilità di un rating aziendale in senso stretto, cioè senza passare per le *scorecard*).

È però possibile una sintesi, pur se non in termini di probabilità "secca", ricorrendo alla *discriminant analysis*. In particolare, in questo studio si è adottata la metodologia di Altman, molto diffusa tra le stesse banche, soprattutto tra quelle che finanziano piccole aziende. Questo modello, noto come *Z-score model*<sup>44</sup>, ora disponibile in due versioni, ripartisce le aziende in tre sottogruppi:

1. quelle certamente affidabili;
2. quelle in "sospeso", da valutare con più profondità;
3. quelle certamente inaffidabili.

Le due versioni dello *Z-score model* derivano dal fatto che mentre nella prima il patrimonio netto viene considerato a valori contabili, nella seconda viene valutato a valore di mercato; nella presente applicazione quest'ultimo valore è stato desunto sottraendo al valore lordo di mercato dell'azienda (si rinvia al paragrafo 3.2.7) il valore dei debiti.

L'interpretazione del modello si basa su tre intervalli di valori del test Z:

tabella 27

<i>Z-SCORE MODEL</i>			
	affidabilità	zona "grigia"	inaffidabilità
PN a valore contabile	$Z > 3$	$1,81 < Z < 3$	$Z < 1,81$
PN a valore di mercato	$Z > 2,9$	$1,23 < Z < 2,9$	$Z < 1,23$

Data questa griglia di valutazione, i risultati campionari non sono per nulla positivi:

tabella 28

<i>APPLICAZIONE DELLO Z-SCORE MODEL</i>					
	ITALIA	CAMPIONE	di cui		
			RICA	QUESTIONARI	UFFICIALI
PN a valore contabili	0,612	0,439	1,899	0,834	-0,178
PN a valore di mercato	0,628	-0,033	1,528	0,714	-0,234

I valori Z sono purtroppo chiarissimi: solo le aziende di fonte RICA non appaiono dichiaratamente pericolose. D'altra parte è opportuno ricordare che detta fonte appare essere la meno idonea per valutazioni del merito di credito.

<sup>44</sup> Per dettagli si rinvia a Altman E.I. (1968), *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, Journal of Finance, September. Altman E.I., Haldeman R. e Narayanan P. (1977), *ZETA analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporations*, Journal of Banking and Finance, June. Altman E.I. (2000), *Predicting financial distress of companies: revisiting the z-score and zeta models*, Journal of Banking and Finance, July.

