



**PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE  
E CAPACITÀ DI CREDITO  
DELLE COOPERATIVE DELLA PESCA  
DI VENETO, EMILIA-ROMAGNA  
E FRIULI VENEZIA GIULIA**

a cura di Quirino Biscaro

**OSSERVATORIO SOCIO ECONOMICO DELLA PESCA  
DELL'ALTO ADRIATICO**



Lavoro eseguito da Veneto Agricoltura - Osservatorio Socio Economico della Pesca dell'Alto Adriatico con il contributo della Regione del Veneto (D.G.R.V. 2398 del 01.08.2006).

Il progetto di ricerca è stato coordinato da Alessandro Censori e Alessandra Liviero dell'Osservatorio Socio Economico della Pesca dell'Alto Adriatico di Veneto Agricoltura.

Il presente studio è stato realizzato da Quirino Biscaro, Vice Presidente dell'International Trade Academic Center of Advisory e membro del Centro per l'Economia della Globalizzazione dell'Università Ca' Foscari di Venezia, con la collaborazione dello staff dell'Osservatorio Socio Economico della Pesca dell'Alto Adriatico.

La redazione dei testi è stata conclusa il 18 gennaio 2008.

Foto di copertina e di pag. 32:

Alessandra Liviero, Silvia Zennaro - Oss. Socio Econ. della Pesca dell'Alto Adriatico

Pubblicazione edita da

VENETO AGRICOLTURA

Azienda Regionale per i Settori Agricolo Forestale e Agroalimentare

Via dell'Università, 14 - Agripolis - 35020 Legnaro (PD)

Tel. 049.8293711 - Fax 049.8293815

e-mail: [info@venetoagricoltura.org](mailto:info@venetoagricoltura.org)

[www.venetoagricoltura.org](http://www.venetoagricoltura.org)

Realizzazione editoriale

VENETO AGRICOLTURA

Azienda Regionale per i Settori Agricolo Forestale e Agroalimentare

Coordinamento editoriale: Isabella Lavezzo, Margherita Monastero


Settore Divulgazione Tecnica e Formazione Professionale

Via Roma, 34 - 35020 Legnaro (PD)

Tel. 049.8293920 - Fax 049.8293909

e-mail: [divulgazione.formazione@venetoagricoltura.org](mailto:divulgazione.formazione@venetoagricoltura.org)

È consentita la riproduzione di testi, tabelle, grafici previa autorizzazione da parte di Veneto Agricoltura, citando gli estremi della pubblicazione.



## Premessa



Il settore ittico Alto Adriatico si caratterizza per una forte presenza di aziende di piccole e medie dimensioni e di cooperative di produzione e commercializzazione impegnate in una duplice sfida: conseguire le opportune economie di scala e rilanciare il proprio ruolo sul mercato nazionale e internazionale. In questo quadro lo sviluppo e l'introduzione di nuove tecnologie e i processi di integrazione a livello di filiera comportano, di frequente, il ricorso al credito bancario. Le decisioni introdotte nel sistema bancario dall'Accordo "Basilea 2" hanno delle forti implicazioni anche per le imprese del settore ittico: una loro non corretta conoscenza può comportare, per molte aziende, il rischio di una limitazione nell'accesso al credito e di una sua maggiore onerosità. Per questi motivi, l'analisi proposta dall'Osservatorio Socio Economico della Pesca dell'Alto Adriatico rappresenta un momento di riflessione per i nostri operatori e uno spunto di discussione utile all'individuazione di opportune scelte di strategia d'impresa e di gestione.

Venezia, gennaio 2008

L'Assessore alla Pesca e Acquacoltura  
della Regione del Veneto  
- *Marialuisa Coppola* -

## Presentazione



Il tema dell'accesso al credito delle aziende risulta sicuramente rilevante alla luce dei criteri stabiliti dal Comitato di Basilea, istituito dai governatori delle Banche centrali dei dieci paesi più industrializzati. Una corretta informazione risulta indispensabile vista la limitata conoscenza tra le aziende di quanto è avvenuto con l'accordo internazionale, noto come Basilea 2, che dal 2007 è in vigore anche in Italia, sui requisiti patrimoniali delle banche, e dei riflessi che ciò avrà sulle aziende stesse. Le banche sono portate a classificare i propri

clienti in base alla loro capacità di ripagare un prestito, attraverso procedure di rating sempre più sofisticate. Il timore più diffuso è che l'applicazione dell'accordo possa tradursi, per le imprese ritenute non sufficientemente affidabili, in minor credito e in un aggravio degli oneri finanziari. Appare quindi palese la necessità che le imprese pongano in essere tutte quelle politiche, gestionali e di bilancio, finalizzate al rafforzamento della propria struttura societaria e gestione finanziaria per affrontare serenamente l'esame dei rating bancari. Per questo sono stati monitorati e analizzati i bilanci delle cooperative di pesca di Veneto, Friuli Venezia Giulia ed Emilia-Romagna, area di competenza dell'Osservatorio Socio Economico della Pesca dell'Alto Adriatico, di cui si sono testate le performance economico-finanziarie per stimare l'impatto delle peculiarità derivanti dalla forma societaria sul merito di credito. Le aziende cooperative, infatti, tendono a sopravvalutare il prezzo dei prodotti conferiti dai soci, pratica che si traduce in un costo medio di approvvigionamento superiore a quello di mercato e di conseguenza in una riduzione delle prestazioni reddituali. Questa caratteristica crea effetti distorsivi nell'analisi delle performance finanziarie, che presentano tuttavia anche elementi di positività.

Chioggia, gennaio 2008

L'amministratore Unico  
di Veneto Agricoltura  
- *Corrado Callegari* -

# Indice

<b>1. I BILANCI DELLE COOPERATIVE</b>	<b>pag. 7</b>
1.1 L'impatto della "normalità" e della "trasparenza" dei dati aziendali	» 7
1.2 Il campione indagato	» 9
1.3 L'attendibilità del campione e la sua cooperativa-tipo	» 10
<b>2. IL PROFILO ECONOMICO-FINANZIARIO</b>	<b>» 13</b>
2.1 La redditività	» 13
2.2 La solidità	» 19
2.3 La solvibilità potenziale	» 21
2.4 La reattività e la resistenza	» 23
2.5 La capacità di incrementare l'indebitamento finanziario	» 25
2.6 I rischi di mercato	» 28
<b>3. LA PROBABILITÀ DI STRESS FINANZIARIO</b>	<b>» 33</b>
3.1 Una sintesi dell'analisi quantitativa	» 33
3.2 La probabilità di dissesto	» 34
3.3 Definire una procedura di rating nel settore della pesca	» 37
<b>4. IL VALORE DI MERCATO DELLA COOPERATIVA</b>	<b>» 39</b>
4.1 Il modello di stima	» 39
4.2 I risultati della stima	» 41
<b>5. IL "COSTO" DELLA MISSION AZIENDALE</b>	<b>» 43</b>
5.1 La normalizzazione dei bilanci	» 44
5.2 La cooperativa-tipo normalizzata	» 45
5.3 Il profilo economico-finanziario normalizzato	» 47
5.4 La probabilità normalizzata di stress finanziario	» 50
5.5 Il valore di mercato normalizzato	» 52
5.6 Alcune osservazioni	» 52
<b>6. CONCLUSIONI</b>	<b>» 53</b>
<b>APPENDICE - L'ACCESSO AL CREDITO DOPO BASILEA 2</b>	<b>» 55</b>
A.1 Il Comitato di Basilea	» 55
A.2 Gli accordi Basilea	» 55
A.3 L'impatto sulle imprese	» 61

Nel contesto economico-finanziario attuale, anche se piuttosto differente da quello che caratterizzava il periodo precedente all'avvio dell'Euro, la capacità di essere solvibili è ancora sinonimo di "capacità di essere liquidi". Ciò che cambia con gli accordi di Basilea 2 sono l'intensità e le modalità della relazione tra solvibilità e liquidità, ma soprattutto il fatto che la "capacità di essere liquidi" viene direttamente fatta dipendere non solo da aspetti commerciali-contrattuali-patrimoniali, come in passato, ma anche dalla presumibile competitività futura dell'azienda.

Un ulteriore elemento innovatore, decisivo nel rapporto tra banca e impresa, è che la prima si riappropria del ruolo di "soggetto più qualificato a testare l'affidabilità dell'impresa", ruolo che la banca aveva sostanzialmente abdicato delegandolo ai fornitori e ad altri creditori dell'azienda. Ciò era implicito nel fatto che la banca operava più su elementi soggettivi, quali l'affidabilità dell'imprenditore e le sue garanzie personali, che non oggettivi, come ad esempio l'impostazione dell'attività aziendale, le sue strategie, i suoi profili competitivi ed il suo posizionamento sul mercato.

Sono proprio questi fattori di cambiamento, che progressivamente stanno emergendo nel rapporto banca-impresa, a motivare questo studio, che ha per oggetto le cooperative della pesca dell'Emilia-Romagna, del Veneto e del Friuli Venezia Giulia. L'analisi si articola in cinque parti:

1. nella prima parte si precisano alcune brevi ma necessarie questioni metodologiche, che riguardano i dati delle cooperative, e si delineano le cooperative-tipo dei tre ambiti regionali e del campione complessivo;
2. nella seconda parte si testano le performance economico-finanziarie di tali cooperative;
3. nella terza parte se ne determina la sintetica probabilità di default, utilizzando due tra i metodi più noti ed attualmente disponibili;
4. nella quarta parte si stima il loro valore di mercato;
5. nella quinta parte si approssimerà l'impatto sul merito di credito della particolare *mission* aziendale di una cooperativa che, com'è noto, porta a "sopravvalutare" alcuni valori economici rispetto alla normalità del mercato.

Per dettagli sull'Accordo di Basilea 2 si rinvia all'appendice

# 1. I BILANCI DELLE COOPERATIVE

## 1.1 L'impatto della "normalità" e della "trasparenza" dei dati aziendali

Per quanto riguarda un tema notoriamente caro alle banche, la congruità dei valori dichiarati dall'azienda affidata, va detto che le società cooperative non pongono problemi particolari, fatta una sola eccezione. Si sta facendo riferimento all'effetto distorsivo indotto dalla "sopravvalutazione" dei conferimenti dei soci, metodo prevalente che la cooperativa adotta per pre-assegnare un certo utile agli stessi. Per il resto non vi sono problemi rilevanti, giacché le società cooperative sono obbligate a rispettare le regole previste per le società di capitali.

Si tratta però di un impatto che può essere notevole, come si potrà notare esaminando il quinto capitolo ("Il costo della *mission* aziendale"). In questa sede, senza anticipare i risvolti quantitativi di questa distorsione, è opportuno chiarirne la tipologia degli effetti.

Su questo punto la discussione si sposta sulle teorie che assegnano al debito bancario il duplice ruolo di fattore di rischio, ma anche di incentivo verso una superiore efficienza aziendale. Si fa specifico riferimento alla situazione di potenziale contrasto tra la proprietà ed il manager: la prima tenderebbe a incrementare la "sopravvalutazione" dei conferimenti, con l'effetto di ridurre il *free cash flow* disponibile al manager (denaro eccedente le normali esigenze operative della cooperativa), mentre quest'ultimo avrebbe la convenienza a massimizzare il *free cash flow*, perché così si riducono le probabilità di tensione finanziaria dell'impresa a tutto beneficio della sua reputazione (quando un'azienda va in crisi finanziaria, di primo acchito le responsabilità vengono assegnate al manager e non alla proprietà).

Le caratteristiche appena esposte però, non sussistono, evidentemente, solo in funzione della normalità del bilancio della cooperativa, ma anche dell'assetto societario-direzionale della stessa. In altri termini, la predetta visione efficientistica fallisce miseramente nel momento in cui nella cooperativa non vi sia separazione tra proprietà e management, oppure vi sia solo a livello formale ma non sostanziale. In tal caso, per la cooperativa sussisterebbe il solo interesse contrapposto tra la proprietà ed i finanziatori esterni. Ed appare altresì impensabile l'unica soluzione normalmente proponibile, cioè un rapporto estremamente fiduciario sulla falsariga dell'*hausbank* tedesca. Com'è noto, si tratterebbe di un rapporto esclusivo che permetterebbe alla banca di conoscere nel dettaglio la cooperativa e a questa di trarne vantaggio mediante un minor costo dell'indebitamento. In mancanza di un rapporto siffatto la banca ottiene informazioni con la tradizionale istruttoria di fido, che

però, essendo un'indagine riservata, non può essere diffusa sul mercato, e quindi non vi sarebbe alcun beneficio per lo standing creditizio della cooperativa.

Sulla base di tutto questo, è chiaro a tutti quanto sia fondamentale il giudizio sulla normalità dei dati che caratterizzano una cooperativa.

Altre considerazioni si devono fare in fatto di trasparenza. Su questo aspetto, come si potrà notare facilmente dalla successiva tabella 1, quasi tutte le cooperative considerate optano per il bilancio in forma sintetica, cioè quel formato contabile che evidenzia un minor numero di informazioni. Tra quelle che mancano vi sono i dettagli dell'indebitamento, ivi compreso quello finanziario. Si tratta comunque di un "difetto di trasparenza" cui le banche rimediano con assoluta facilità, giacché esistono reti informative bancarie che rivelano ogni dettaglio finanziario di qualsiasi soggetto che abbia avuto a che fare con qualsivoglia forma di finanziamento.

In questo studio, non avendo ovviamente accesso a tale rete informativa, si è dovuto giocoforza rimediare a questa carenza informativa mediante stime basate su dati medi desunti da campioni nazionali. In particolare, si sono stimati i debiti finanziari mancanti incrociando opportunamente da un lato i parametri finanziari di un insieme nazionale di aziende della pesca che dichiarano debiti finanziari, dall'altro lato il fatturato e gli oneri finanziari del campione indagato (gli oneri finanziari, a differenza dello stock di debito, sono puntualmente dichiarati). Il debito risultante è stato poi sottoposto ad una verifica di congruità rispetto all'indebitamento totale<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> La procedura utilizzata si ispira alla logica bancaria, che pone molta attenzione, tra le altre cose, al peso degli oneri finanziari sul fatturato e a quello dei debiti finanziari sui debiti complessivi.



## 1.2 Il campione indagato

L'analisi quantitativa sviluppata nella seconda parte di questo studio è stata condotta su un campione di 158 cooperative della pesca appartenenti alle Regioni Emilia-Romagna, Veneto e Friuli Venezia Giulia, che sono state selezionate da due fonti distinte: la rilevazione effettuata dall'Osservatorio Socio Economico della Pesca dell'Alto Adriatico e la banca dati Bureau Van Dijk. A un primo screening, per entrambe le fonti le cooperative erano in numero superiore, ma alcune sono state escluse per la evidente inconsistenza del bilancio; sono state omesse tutte quelle con ricavi di vendita inferiori ad una cifra simbolica e modestissima pari a 1.000 euro (14 cooperative).

Le aziende selezionate sono riassunte nella tabella che segue:

**Tabella 1**

TERRITORIO	
Emilia-Romagna	41
Veneto	100
Friuli Venezia Giulia	17
FONTE	
Osservatorio	130
Bureau Van Dijk	28
TIPO DI BILANCIO	
Sintetico	153
Analitico	5

### 1.3 L'attendibilità del campione e la sua cooperativa-tipo

I bilanci non sono discutibili fino a prova contraria, giacché derivano da bilanci depositati e utilizzati nelle dichiarazioni dei redditi. L'unica fonte di inadeguatezza, prima citata, è la "sopravalutazione" dei conferimenti (che si rivela in un eccessivo valore della voce B6 del Conto Economico-Costo di Acquisto di Materiali).

Il campione è altresì attendibile per la sua dimensione, tale da farlo ritenere rappresentativo.

Da uno sguardo d'insieme dei bilanci si può tratteggiare il patrimonio della cooperativa-tipo per l'intero campione<sup>2</sup> e per ciascuna delle tre regioni considerate:

**Tabella 2**

VOCI DI BILANCIO	NORD-EST	E. ROMAGNA	VENETO	F. V. GIULIA
CREDITI V/SOCI	8.723 €	20.580 €	5.264 €	472 €
IMMOB. IMMATERIALI	10.369 €	9.553 €	7.705 €	28.004 €
IMMOB. MATERIALI	275.100 €	494.516 €	189.418 €	249.936 €
IMMOB. FINANZIARIE	31.878 €	35.690 €	32.822 €	17.135 €
MAGAZZINO	53.443 €	78.211 €	35.110 €	101.548 €
CREDITI	403.694 €	572.530 €	347.101 €	329.404 €
ATTIVITÀ FINANZIARIE	9.895 €	15.332 €	6.565 €	16.374 €
DISPONIBILITÀ LIQUIDE	77.717 €	89.886 €	80.083 €	34.449 €
RATEI RISCONTI ATTIVI	4.633 €	6.040 €	1.370 €	20.434 €
TOTALE ATTIVO	875.452 €	1.322.337 €	705.436 €	797.757 €
PATRIMONIO NETTO	260.679 €	297.066 €	252.674 €	220.015 €
FONDI RISCHI E ONERI	12.631 €	7.375 €	11.832 €	30.008 €
TFR	34.820 €	56.480 €	26.142 €	33.628 €
TOT DEBITI	537.155 €	887.597 €	408.840 €	446.754 €
di cui finanziari	219.471 €	355.713 €	168.158 €	192.731 €
di cui fornitori	173.453 €	280.612 €	139.021 €	117.549 €
RATEI RISCONTI PASSIVI	30.166 €	73.819 €	5.948 €	67.352 €
TOTALE A PAREGGIO	875.452 €	1.322.337 €	705.436 €	797.757 €

<sup>2</sup> D'ora in avanti, per brevità, il campione complessivo verrà indicato come "Nord-Est".

In media, la cooperativa-tipo di dimensione prevalente è senza dubbio quella emiliano-romagnola, e questa prevalenza nasce soprattutto:

1. dal lato attivo: negli investimenti fissi materiali e nei crediti;
2. dal lato passivo: nel tfr e nei debiti (soprattutto verso banche e verso fornitori).

La cooperativa-tipo friulana primeggia negli investimenti fissi immateriali, nel magazzino e nei fondi rischi e oneri; quella veneta, invece, non dimostra alcun dato patrimoniale sovradimensionato.

Per quanto riguarda l'aspetto economico dell'attività delle cooperative, si consideri quanto segue:

**Tabella 3**

VOCI DI BILANCIO	NORD-EST	E. ROMAGNA	VENETO	F. V. GIULIA
VALORE PRODUZIONE	1.738.643 €	2.415.874 €	1.486.074 €	1.591.017 €
di cui Vendite	1.676.912 €	2.296.725 €	1.444.603 €	1.548.587 €
COSTI PRODUZIONE	1.716.675 €	2.380.287 €	1.469.947 €	1.567.548 €
di cui Acquisti	1.405.534 €	1.998.374 €	1.183.877 €	1.279.615 €
di cui Servizi	94.235 €	122.325 €	83.241 €	91.154 €
di cui Personale	155.584 €	181.730 €	148.046 €	136.863 €
di cui Amm.ti e Svalut.	34.971 €	46.333 €	30.755 €	32.365 €
OF	10.522 €	19.072 €	5.039 €	22.160 €
IMPOSTE	7.105 €	11.519 €	4.916 €	9.339 €
UTILE NETTO	8.436 €	6.059 €	10.012 €	4.897 €

Anche i costi e i ricavi dell'attività dimostrano il sostanziale allineamento tra la cooperativa-tipo veneta e quella friulana; fa eccezione la parte finale del Conto Economico, nella quale la cooperativa-tipo friulana sovrasta quella veneta per oneri finanziari e imposte. In ogni caso si conferma la predominante dimensione della cooperativa emiliano-romagnola.

È infine interessante il confronto tra la cooperativa-tipo del campione indagato e quella di un campione nazionale di cooperative della pesca, dal quale si evince il palese sottodimensionamento della prima rispetto alla seconda:

**Tabella 4**

VOCI DI BILANCIO	ITALIA	NORD-EST
CREDITI V/SOCI	3.970 €	8.723 €
IMMOB. IMMATERIALI	18.392 €	10.369 €
IMMOB. MATERIALI	513.212 €	275.100 €
IMMOB. FINANZIARIE	211.180 €	31.878 €
MAGAZZINO	38.220 €	53.443 €
CREDITI	670.350 €	403.694 €
ATTIVITÀ FINANZIARIE	18.326 €	9.895 €
DISPONIBILITÀ LIQUIDE	161.612 €	77.717 €
RATEI RISCONTI ATTIVI	3.469 €	4.633 €
TOTALE ATTIVO	1.638.731 €	875.452 €
PATRIMONIO NETTO	606.903 €	260.679 €
FONDI RISCHI E ONERI	25.390 €	12.631 €
TFR	43.821 €	34.820 €
TOT DEBITI	774.469 €	537.155 €
di cui banche	334.825 €	219.471 €
di cui fornitori	362.369 €	173.453 €
RATEI RISCONTI PASSIVI	188.148 €	30.166 €
TOTALE A PAREGGIO	1.638.731 €	875.452 €

**Tabella 5**

VOCI DI BILANCIO	ITALIA	NORD-EST
VALORE PRODUZIONE	3.061.737 €	1.738.643 €
di cui Vendite	2.924.261 €	1.676.912 €
COSTI PRODUZIONE	3.085.414 €	1.716.675 €
di cui Acquisti	2.419.056 €	1.405.534 €
di cui Servizi	235.874 €	94.235 €
di cui Personale	302.088 €	155.584 €
di cui Amm.ti e Svalut.	58.569 €	34.971 €
OF	7.351 €	10.522 €
IMPOSTE	14.436 €	7.105 €
UTILE NETTO	-6.355 €	8.436 €

## 2. IL PROFILO ECONOMICO-FINANZIARIO

La discussione sulle performance delle cooperative, riferite al 2005, procede come segue:

1. ogni indicatore viene non solo misurato ma anche dettagliatamente descritto, al fine di apprezzarne gli effetti sul merito di credito;
2. i risultati dell'analisi vengono confrontati con il dato medio nazionale e distinti nelle tre componenti regionali.

### 2.1 La redditività

Com'è noto, l'efficacia della gestione ha una sua prima e fondamentale verifica (anche se per certi versi superficiale) nel *return on equity* (ROE): calcolato come rapporto tra utile netto e patrimonio netto, rappresenta la convenienza finale e netta all'attività d'impresa. Nei campioni indagati (Nord-Est e nazionale) assume la seguente configurazione:

**Tabella 6**

		ROE		
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
-1,0%	3,3%	2,0%	4,0%	2,2%

Il dato nazionale segnala che il settore è di per sé in crisi dal punto di vista reddituale; però è molto più corretto utilizzare il condizionale ("sarebbe di per sé in crisi"), poiché non si deve dimenticare quanto osservato nel capitolo precedente in fatto di "sopravvalutazione" di una importantissima categoria dei costi: i conferimenti dei soci, che contabilmente si riflette in una decisa "sopravvalutazione" della voce acquisti del Conto Economico (punto B6), e quindi, di conseguenza, in una decisa "sopravvalutazione" del costo della produzione e una altrettanto decisa compressione dell'utile (a parità di gestione finanziaria e fiscale).

In questa parte dell'analisi si prescindere da quanto sopra esposto, considerando come normale tale "sopravvalutazione"; l'impatto della stessa verrà dettagliatamente descritto successivamente nel quinto capitolo ("Il costo della *mission* aziendale"). È però opportuna una riflessione, per comprendere appieno il senso di questa verifica delle performance aziendali.

È chiaro che l'aspetto succitato non è normale, se si ragiona con i parametri di mercato registrabili nelle imprese che fanno la stessa attività in forma non cooperativa, e che quindi sono competitive sul lato degli acquisti. Si pensi infatti, che un campione nazionale di imprese non cooperative dello stesso codice Istat di attività segnala un rapporto tra valore e costi della produzione pari a 1.1, mentre nel campione cooperativo nordestino e nazionale tale rapporto si assesta rispettivamente su 1.01 e 0.99. Non è infatti un caso che la redditività finale netta del campione nazionale non-cooperativo raggiunga il 7.9%.

Ma se si conviene sulla non normalità della "sopravalutazione", perché ha senso non tenerne conto? Il motivo è semplice. Tutta questa analisi delle performance ha come obiettivo finale quello di desumerne l'impatto sullo standing creditizio e in questo le banche, in un certo senso, si trovano "con le spalle al muro": infatti gli oneri a esse dovuti vengono liquidati dopo la differenza tra valori e costi della produzione, e nulla possono per indurre l'annullamento o la compressione di tale "sopravalutazione". Quindi, in buona sostanza, non possono far altro che giudicare i valori ufficiali che le cooperative presentano, anche se questo fatto giocoforza accentua il perpetuarsi dei vecchi schemi bancari di valutazione. È infatti evidente che il funzionario che di volta in volta deve decidere il merito di credito di una cooperativa, da un lato non può che accettare il bilancio presentato, che di per sé rispetta i parametri di legge, ma dall'altro lato è ben consapevole del fenomeno della "sopravalutazione" (che, all'opposto, non rispetta i parametri di mercato); quindi decide in base a riscontri sul passato creditizio dell'azienda e ad eventuali garanzie personali e non in base alla razionalità della gestione, all'efficacia sul mercato, alle prospettive future della cooperativa, ecc. A questo punto, però, non si può non notare che si tratta di un sistema di valutazione in netta contrapposizione a quello suggerito dagli Accordi di Basilea 2.

Si osservi inoltre che, al di là dei valori sintetici della tabella 6, è diffusa la presenza di aziende che mostrano una redditività inferiore a quella nazionale:

**Tabella 7**

ROE inferiore a quello nazionale - % di casi		
ER	V	FVG
56,1%	49,0%	58,8%

quindi si può ritenere che nel Nord-Est il fenomeno della "sopravalutazione" dei conferimenti ha impatti più evidenti e diffusi che nel resto del Paese. A sua volta, questo segnala, per così dire, una minore prudenza degli amministratori nordestini nel consentire il necessario cuneo tra ricavi e costi di produzione al fine di pagare i costi di altra natura, come ad esempio quelli finanziari. A nulla varrebbe la controdeduzione che sull'utile finale impattano anche altri costi diversi da quelli di produzione, e che quindi la "colpa" di una perdita netta finale non ricade solo sulla "so-

pravalutazione” in discussione. Infatti, proprio l’eventuale maggior presenza di altri costi da coprire dovrebbe indurre una maggior prudenza nei costi di produzione.

I dati della tabella 7 hanno anche un’altra conseguenza non positiva: la redditività netta finale delle cooperative-tipo della tabella 6 è dovuta alla minoranza delle cooperative nell’Emilia-Romagna e nel Friuli Venezia Giulia, e ad un’esigua maggioranza nel Veneto.

Al di là di tutto questo, è d’obbligo rilevare che la redditività netta di un’impresa può essere interpretata scomponendola per fattori; come si potrà notare, molte delle informazioni che si potranno desumere non sono distorte dal fenomeno della “sopravalutazione”. Il ROE si può decomporre in due modalità alternative:

- con la prima si mettono in luce tutti i caratteri dell’operatività aziendale, concentrando l’attenzione su quelli economici: quelli finanziari non vengono trascurati, ma non appaiono con tutta evidenza;
- 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 “La capacità di incrementare l’indebitamento finanziario”. Come detto, si tratta di una scomposizione di natura sostanzialmente economica, che deriva da tre grandi aspetti gestionali:

- la redditività operativa (lorda) (*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), da cui indirettamente si desume il peso dell’indebitamento (totale, quindi finanziario e non).

Posto che:

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

la scomposizione 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 reinterpretata ai fini del merito di credito. Le possibili chiavi di lettura di questa scomposizione del ROE, infatti, sono piuttosto evidenti. Ad esempio, una redditività finale non soddisfacente, com'è il caso del campione indagato, può essere dovuta:

- ad un modesto rendimento operativo (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, sbilanciata verso i debiti in un contesto in cui questi costano troppo (I crescente rispetto al PN implica nuovo indebitamento [ $I = PN + \text{Debiti}$ ]); questo aspetto sarà approfondito nel paragrafo "La capacità di incrementare l'indebitamento finanziario";
- ad una contemporanea configurazione negativa dei tre fattori.

I risultati campionari sono i seguenti:

**Tabella 8**

	ITALIA	NORD EST	di cui		
			ER	V	FVG
RO/I	-1,4%	2,5%	2,7%	2,3%	2,9%
UT/RO	0,27	0,46	0,17	0,62	0,21
I/PN	2,70	3,31	4,45	2,79	3,63

Si può perciò dedurre quanto segue:

1. La redditività operativa (RO/I) non è un problema per le aziende del campione del Nord-Est, le cui cooperative-tipo segnalano rendimenti positivi; il *core business* sembra invece essere il problema del campione cooperativo nazionale. Anche in questo caso è lecito il condizionale, poiché su questo indicatore pesa la "sopravalutazione" prima discussa. Successivamente sarà perciò opportuno soffermarsi su questa valutazione. Per ora si osservi che nel campione del Nord-Est la redditività operativa è sostanzialmente allineata nelle tre Regioni.
2. Complessivamente considerato, il campione del Nord-Est evidenzia gestioni non caratteristiche<sup>3</sup> (UT/RO) meno influenti sulla redditività netta finale di quanto non sia a livello nazionale. La situazione interna al campione è però molto differenziata. Infatti, fatta eccezione per le cooperative venete, le altre subiscono un'erosione del reddito operativo molto più sensibile della media nazionale (a causa delle gestioni non caratteristiche). In pratica, il buon dato

<sup>3</sup> Gestione finanziaria, gestione straordinaria e gestione fiscale.



medio è dovuto esclusivamente al peso delle cooperative venete (si rammenti che rappresentano il 63.3% dell'intero campione nordestino).

3. L'effetto di leva finanziaria (I/PN) è ben superiore a quello medio nazionale, e comunque superiore a quello che le banche strutturalmente considerano ideale (2): ciò vale soprattutto per le cooperative dell'Emilia-Romagna e del Friuli Venezia Giulia. In questa sede è anche corretto sottolineare che, tralasciando l'aspetto strutturale, sotto l'aspetto reddituale una leva elevata non è aprioristicamente negativa; anche questo fatto verrà chiarito al paragrafo "La capacità di incrementare l'indebitamento finanziario".

Come suggerito al precedente punto 1, 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 (in questo caso doppiamente importante perché soffre della citata "sovpravvalutazione"). Comunemente la redditività operativa 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.

Come si interpretano tali caratteristiche, stante il fatto che stiamo parlando di aziende cooperative? Si consideri quanto segue:

1. la tipica *mission* cooperativa normalmente non induce rilevanti distorsioni sulle dimensioni aziendali;
2. la produttività (efficienza interna), dal punto di vista fisico è indirettamente determinata dalla produttività dei singoli soci conferenti, quindi sfugge al controllo della cooperativa in sé per sé; dal punto di vista monetario invece, è la cooperativa che ne decide il valore stabilendo quello dei conferimenti;
3. la competitività (efficienza esterna) è ciò che si attende dalla cooperativa, cioè la capacità di spuntare i migliori prezzi sul mercato;
4. le politiche di gestione sostanzialmente ruotano attorno al problema della "sovpravvalutazione".

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

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

dove V indica il valore delle vendite.

Il fattore  $V/I$  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 (il complessivo attivo di bilancio);
- la capacità di penetrazione nel mercato<sup>4</sup>.

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

- una sorta di effetto-prezzo<sup>5</sup> ( $RO/V$ ): impatto dei margini unitari (operativi lordi) che si ottengono in ognuno dei cicli di acquisto e commercializzazione; questo effetto è quello chiaramente influenzato dalla "sopravvalutazione" dei conferimenti, che a parità di valore delle vendite ( $V$ ) comprime il reddito operativo ( $RO$ );
- una sorta di effetto-quantità<sup>6</sup> ( $V/I$ ): numerosità dei cicli di acquisto-vendita (nell'unità di tempo); da ciò traspare la capacità di essere competitivi.

Entrambi sintetizzano perciò le condizioni di efficienza (interna ed esterna) e il livello di attività dell'impresa, essendo però consapevoli che quella interna potrebbe essere diversa se i conferimenti fossero valutati a prezzi di mercato. Nel campione i due concetti di efficienza assumono i seguenti valori medi:

**Tabella 9**

	ITALIA	NORD EST	di cui		
			ER	V	FVG
RO/V	-0,8%	1,3%	1,5%	1,1%	1,5%
V/I	1,78	1,96	1,74	2,05	1,94

I risultati sono piuttosto chiari:

1. Le cooperative del Nord-Est sono molto più abili della media nazionale nell'ottenere margini unitari positivi (redditività lorda di ciascun atto di vendita [ $RO/V$ ]). Come già detto, però, questo indicatore non può essere decisivo per definire lo standing creditizio, giacché su di esso pesa il fenomeno della "sopravvalutazione" dei conferimenti.

<sup>4</sup> Cresce con l'aumentare delle vendite a parità di capitale investito.

<sup>5</sup> La redditività di ciascun atto di vendita.

<sup>6</sup> La capacità di far ruotare e rigenerare i capitali impiegati.

2. La capacità di penetrazione commerciale (*turnover*), all'opposto, non risente di tale distorsione, e quindi è idonea allo scopo. I dati dimostrano che la rotazione delle vendite è in media superiore a quella nazionale; all'interno del campione indagato v'è solo l'eccezione della cooperativa-tipo dell'Emilia-Romagna, ma si tratta di un'eccezione più formale che sostanziale, giacché i due *turnover* sono praticamente identici. Ritornando a considerare il campione complessivo, reinterpretando l'indicatore in termini di tempo necessario alle vendite a ricostituire il capitale investito, a livello nazionale sono necessari 205 giorni, mentre nel Nord-Est ne bastano 187 (con il minimo di 178 giorni della cooperativa veneta).
3. In sintesi, il dato importante è che i cicli di acquisto-vendita delle cooperative nordestine sono, pur di poco, più frequenti.

## 2.2 La solidità

Da sempre la dimensione del patrimonio netto è un fattore importante nelle verifiche di solidità. La leva finanziaria prima calcolata, cioè il quoziente tra il totale delle attività e detto capitale, viene utilizzata anche per definire il grado di indipendenza finanziaria, poiché la frazione degli investimenti aziendali non coperta dal patrimonio netto è giocoforza finanziata con capitale di terzi. Elevati valori dell'indice implicano una notevole presenza di indebitamento che comporta:

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

In pratica, quando la leva finanziaria viene interpretata come rapporto di indebitamento, la sua interpretazione è univoca<sup>7</sup>: quanto più è elevato, tanto più la struttura del patrimonio è squilibrata verso il capitale fornito da terzi. Come prima osservato, secondo l'ottica bancaria (o di qualsiasi altro finanziatore esterno) il livello ottimale è 2. In realtà, in questo settore produttivo come in tutti gli altri, molto spesso questo livello è inarrivabile, ma va ribadito che lo standard 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 esposti all'ultima riga della tabella 8 e, come già rilevato in quella sede, sono ben al di là della soglia teorica (2), addirittura simili a quelli rilevabili nei settori industriali. L'immagine della solidità aziendale fornita da questo primo indicatore non è quindi ottimale, e va approfondita.

<sup>7</sup> Valutando la redditività si era infatti accennato a due interpretazioni: quella strutturale, ora ripresa, e quella reddituale; quest'ultima sarà chiarita nel paragrafo "La capacità di incrementare l'indebitamento finanziario".

In particolare, l'attenzione deve focalizzarsi sulla composizione delle fonti di debito. In generale, l'indebitamento finanziario a breve termine sarebbe preferibile in presenza di attese di ribasso dei tassi bancari. Nel nostro Paese, però, si verifica un fenomeno unico al mondo: il costo dei debiti a breve termine è superiore a quello dei debiti a medio-lungo termine. Questo fatto depone contro una massiccia presenza del debito finanziario a brevi scadenze. Ma non basta, poiché esso crea anche una pressione costante in termini di tempi di rimborso; si rammenti che il debito bancario a breve può essere revocato in pochi giorni.

Considerando quanto sopra osservato, i valori desumibili dal campione del Nord-Est peggiorano il giudizio sulla solidità prima espresso in base al solo rapporto di indebitamento, poiché segnalano una massiccia presenza di debiti a breve, sia finanziari<sup>8</sup> che totali:

**Tabella 10**

INCIDENZA DEL DEBITO A BREVE					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
debiti finanziari	83,8%	78,3%	71,2%	82,2%	72,9%
debiti totali	89,5%	84,2%	80,5%	86,2%	81,8%

Questo giudizio non può essere mitigato dalla considerazione che a livello nazionale il dato è anche peggiore: in questo caso la logica "mal comune mezzo gaudio" è fuori luogo (mentre le performance reddituali risentono di fattori esterni che accomunano tutti, come la fase del ciclo economico, sui debiti la responsabilità è individuale, perché ogni soggetto ne decide personalmente il livello).

Il quadro della solidità patrimoniale si completa dando il giusto peso allo squilibrio tra le fonti di capitale. Infatti, la presenza di garanzie patrimoniali e reddituali non è sufficiente a conferire solidità al patrimonio: è opportuno non sbilanciare oltre misura le fonti verso il debito. Equilibrare le fonti significa perciò prendere atto di una eventuale sottocapitalizzazione e porvi rimedio. Il fenomeno viene messo in luce dall'indice di ricapitalizzazione, cioè quanto sarebbe mediamente necessario ricapitalizzare al fine di riportare il rapporto di indebitamento sul valore-obiettivo ottimale (cioè 2). Sui campioni indagati si rileva quanto segue:

**Tabella 11**

RICAPITALIZZAZIONE NECESSARIA PER UNA LEVA PARI A 2				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
424.925 €	354.093 €	728.205 €	200.089 €	357.727 €

<sup>8</sup> L'indebitamento finanziario a breve termine è stato stimato, in quanto non indicato nei bilanci (si rinvia al paragrafo "L'impatto della normalità e della trasparenza dei dati aziendali").

Tali valori definiscono l'importo che ciascuna cooperativa-tipo dovrebbe reimmettere 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.

Il dato medio nazionale è peggiore di quello rilevabile nel Nord-Est; in quest'ultimo ambito territoriale, però, spicca con tutta evidenza il dato dell'Emilia-Romagna: la sua cooperativa-tipo dovrebbe ricapitalizzare per un importo che è 3-4 volte quello necessario in Veneto e 2 volte quello necessario in Friuli Venezia Giulia. Per dare il giusto peso all'entità della ricapitalizzazione necessaria in tale Regione, si pensi che supera il 55% dell'intero attivo di bilancio (28% in Veneto).

### 2.3 La solvibilità potenziale

Tra investimenti e capitali che li sostengono dovrebbero esservi opportuni equilibri, che garantiscono l'ambito entro il quale l'impresa riproduce le performance positive e corregge quelle negative.

Al fine di testare la solvibilità potenziale<sup>9</sup> si deve verificare se gli investimenti di medio-lungo termine sono supportati solo da capitali con analoghi orizzonti temporali: in caso contrario l'impresa si troverebbe in una strutturale tensione finanziaria poiché i rimborsi dei finanziamenti utilizzati per tali investimenti precederebbero i rendimenti degli stessi.

Si tratta di un equilibrio la cui necessità è evidentissima, ma quando si tratta di conseguirlo le cose non sempre sono semplici e banali. Il campione nazionale e quello dell'Emilia-Romagna, come si vedrà nella successiva tabella 12, purtroppo ne sono un esempio. Dal punto di vista tecnico tale equilibrio è misurabile dal margine di struttura, il differenziale tra finanziamenti permanenti<sup>10</sup> e investimenti fissi. Il margine è rassicurante se positivo ed è determinante per la gestione, in quanto l'impresa dimostra di realizzare investimenti fissi senza attingere a capitali di breve termine; se è positivo, l'eccedenza va a sostituire fonti a breve termine nel sostenere gli investimenti circolanti.

Nel campione il margine strutturale assume i seguenti valori:

**Tabella 12**

MARGINE STRUTTURALE				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
-27.403 €	123.896 €	-42.588 €	208.095 €	30.129 €

<sup>9</sup> Si tratta di una solvibilità potenziale poiché quella effettiva dipende da tutti gli aspetti che in questo studio vengono analizzati.

<sup>10</sup> Patrimonio netto e debiti a medio-lungo termine.

I dati dicono chiaramente che la cooperativa-tipo nazionale e ancor più quella emiliano-romagnola, agli occhi di un finanziatore esterno appaiono come soggetti la cui solvibilità è a rischio sul medio-lungo termine, qualora il margine non venga corretto (diventi cioè positivo). Nessun problema, invece, per la media complessiva e per la cooperativa-tipo veneta e friulana.

Ma la visione non è completa finché non si considera anche la solvibilità a breve termine, capacità approssimata dal grado di liquidità che possiede l'azienda. 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; quello scelto in questa sede è uno dei più stringenti: il cosiddetto *acid test*, indicatore che mette a confronto crediti a breve termine e disponibilità liquide, da un lato, e debiti a breve termine, dall'altro<sup>11</sup>. Il test ha una soglia critica teorica pari a 1, che la pratica sul campo nel nostro Paese riduce però a valori inferiori:

**Tabella 13**

	<i>soglia perfetta</i>	<i>valore normale</i>	<i>segnale di pericolo</i>	<i>pericolo conclamato</i>
<i>acid test</i>	$\geq 1$	$\cong 0,7$	$\cong 0,5$	$\leq 0,5$

Come si vedrà dalla prossima tabella, i valori riscontrati sul campione del Nord-Est si collocano su livelli diversi, ma in nessun caso sono dichiaratamente pericolosi:

**Tabella 14**

<i>ACID TEST</i>				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
0,944	1,081	0,813	1,212	0,960

Mentre a livello nazionale l'esito del test è compreso tra la normalità e l'ottimalità, nel campione nordestino l'esito è assolutamente ottimale; è però piuttosto differenziato tra le tre Regioni.

<sup>11</sup> La prudenza fa escludere le scorte; nella cooperative di questo settore d'attività sono mediamente modeste, ma in ogni caso esistono.

A questo punto della verifica di solvibilità si può tentare una sintesi, anche se manca ancora un rilevante indicatore:

1. la cooperativa-tipo nordestina non vede compromessa né la solvibilità di medio-lungo periodo né quella di breve periodo; altrettanto non si può dire per la media nazionale;
2. il dato medio del campione, però, non è uniforme al suo interno al punto che consente di gerarchizzare con chiarezza le cooperative-tipo delle tre regioni considerate: quella più solvibile è certamente quella veneta, mentre quella emiliano-romagnola è il fanalino di coda; quest'ultima evidenzia potenziali problemi nella solvibilità di medio-lungo periodo.

L'indicatore che manca ancora dall'analisi, ma che non modifica il quadro sintetico appena delineato, si rifà ad 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 di medio-lungo termine. La *duration* è un test di solvibilità piuttosto estremo: 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 fiscale<sup>12</sup>. I risultati parlano da soli, e confermano la miglior solvibilità complessiva della cooperativa nordestina rispetto a quella nazionale: il campione locale, infatti, nella condizione restrittiva appena descritta dimostra di aver bisogno di un tempo pari a 4 anni per rimborsare i debiti finanziari contro i 16 a livello nazionale; anche in questo caso nel Nord-Est il test peggiore riguarda l'Emilia-Romagna (5 anni).

## 2.4 La reattività e la resistenza

Se l'impresa non dimostra di possedere capacità di:

- reazione operativa in presenza di situazioni impreviste
- resistenza nelle fasi negative della domanda

eventuali buone performance reddituali rischiano di essere occasionali, mentre invece quelle negative all'opposto tendono ad essere croniche.

<sup>12</sup> Contrariamente a quello che comunemente si può pensare, l'imprenditore a corto di liquidità spesso dà la precedenza ai debiti fiscali, e in questo tutto sommato è razionale: con la banca si può trattare, le sanzioni fiscali sono invece automatiche e ben superiori.

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

Per verificare la capacità di reazione si ricorre al concetto di elasticità produttiva, cioè la capacità di modificare i costi di produzione in relazione alla ciclicità o anche a shock imprevisti della domanda. Questa capacità dell'impresa è una dote che in tutto il mondo invidiano alle aziende del Nord-Est italiano, ma è da verificare se sia così anche per le cooperative della pesca. In questa sede il coefficiente di elasticità produttiva, rappresentato dal quoziente tra costi variabili e costi fissi<sup>13</sup>, è stato misurato in due accezioni diverse poiché non è dato sapere se, per ogni singola azienda, il costo del personale sia fisso o variabile. I risultati sui campioni esaminati sono i seguenti:

**Tabella15**

ELASTICITÀ DEL PROCESSO PRODUTTIVO					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
costo del personale variabile	48,8	40,9	45,8	40,4	32,4
costo del personale fisso	7,5	7,6	9,2	7,0	7,5

Il test dell'elasticità produttiva non si valuta mediante una soglia critica fissa, ma in senso relativo: è evidente che le cooperative nordestine appaiono più rigide della media nazionale qualora il costo del personale sia un costo variabile (hanno meno costi variabili a parità di costi fissi), mentre si allineano alla media nazionale qualora il costo del personale sia da considerare fisso (ancora una volta fa eccezione l'Emilia-Romagna). Si può perciò ritenere che il costo del personale sia la variabile decisiva in tal senso, anche perché implica un enorme salto nel livello del coefficiente di elasticità. E si rammenti che la capacità di reazione è una delle più importanti determinanti del merito di credito: qualsiasi azienda (o quasi) è in grado di ripagare i debiti finché la domanda procede a gonfie vele!

La capacità di resistenza diventa rilevante quando l'elasticità non è sufficiente a ritardare i costi di produzione nei tempi necessari, quindi lo shock di domanda impatta realmente sull'azienda: se l'impatto non si può evitare, allora è rilevante la capacità di attutirlo. Si potrebbe obiettare che in presenza di shock di domanda una cooperativa potrebbe reagire semplicemente riducendo il valore dei confe-

<sup>13</sup> 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).



rimenti: ma fino a che punto i soci conferenti accetterebbero questa manovra, soprattutto se sanno che la cooperativa ha capacità di resistenza?

Tale capacità viene testata con la possibilità di coprire perdite finali nette senza dover ridurre il capitale sociale o ricapitalizzare, e quindi dipende strettamente dalla dotazione di riserve patrimoniali. L'importanza di questo test può essere facilmente intuita se si pensa all'opzione della ricapitalizzazione (la riduzione del capitale sociale è una soluzione formalmente diversa ma sostanzialmente uguale): che senso avrebbe concedere ad un socio 1 euro di "sopravalutazione" del conferimento per richiederlo indietro (in qualità di socio) per coprire la perdita?

La resistenza si può approssimare con il rapporto tra patrimonio netto e capitale sociale, che al suo crescere rivela una maggior presenza di riserve. I risultati campionari sono in questo caso piuttosto incerti:

**Tabella 16**

RESISTENZA PATRIMONIALE				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
9	14	3	21	2

Anche se il test del campione locale è migliore, non può non sfuggire il fatto che il dato medio trova origine esclusivamente nel Veneto.

## 2.5 La capacità di incrementare l'indebitamento finanziario

Le cooperative del Nord-Est sarebbero in grado di aumentare l'indebitamento finanziario senza compromettere gli equilibri complessivi? La ratio di questo obiettivo è semplice: qualora si prospettassero delle occasioni di sviluppo, se l'azienda non ha capacità di autofinanziarsi non resta che l'alternativa di rivolgersi alla banca.

Inizialmente tale verifica è stata fatta solo in ottica strutturale, prescindendo da qualsiasi altra considerazione. In altri termini, si sono considerate le caratteristiche di solidità e di solvibilità potenziale prima discusse, ma non quelle di redditività, quindi i dati che seguono vanno interpretati nel modo che segue:

1. il nuovo possibile indebitamento 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 di-

scuse caratteristiche della redditività e della reattività-resistenza, e le successive valutazioni sui rischi di mercato (paragrafo “I rischi di mercato”) e sulla complessiva probabilità di dissesto (capitolo “La probabilità di stress finanziario”).

La prima verifica da fare, quindi, riguarda la capacità di autofinanziamento della cooperativa; questo test si esegue supponendo che le possibilità di sviluppo si concretizzino senza richiedere nuovi investimenti strutturali. I risultati campionari sono i seguenti<sup>14</sup>:

**Tabella 17**

<i>POSSIBILITÀ DI AUTOFINANZIARE LA CRESCITA DEL FATTURATO</i>				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
NO	SI (21,7%)	NO	SI (42,8%)	SI (50,3%)

tra parentesi la frazione del fatturato incrementale autofinanziabile

L'esito è negativo per il campione nazionale e quello emiliano-romagnolo. Per le cooperative di queste due aree è perciò evidente la necessità di far finanziare dalle banche l'eventuale sviluppo aziendale (crescita del fatturato); per esse ha quindi senso verificare quanto detto in premessa.

Come prima sottolineato, la capacità di aumentare l'indebitamento finanziario senza compromettere gli equilibri strutturali è la seguente:

**Tabella 18**

<i>POSSIBILITÀ STRUTTURALE DI NUOVO INDEBITAMENTO FINANZIARIO</i>					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
totale	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
a breve termine	-11.687 €	-19.563 €	-75.388 €	0 €	0 €
a medio-lungo termine	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €

I dati suddetti sono assolutamente negativi:

1. in nessuno degli ambiti territoriali considerati la cooperativa-tipo è in grado di indebitarsi ulteriormente;
2. anzi, gli equilibri di breve termine richiedono un rientro dal debito di questo genere per la cooperativa-tipo nazionale e, soprattutto, per quella emiliano-ro-

<sup>14</sup> L'indicatore utilizzato è una particolare relazione fra il MOL (al netto delle tasse) ed il capitale circolante netto.

magnola (il dato complessivo del campione nordestino dipende esclusivamente da quest'ultima).

Il quadro si completa con la razionalità/irrazionalità reddituale di un eventuale nuovo indebitamento. Più precisamente, anche se dal punto di vista strutturale non v'è spazio per nuovi debiti finanziari, è corretto chiedersi se comunque vi sia convenienza economica nell'assumere nuovi debiti con le banche: si è quindi verificato se il debito bancario "rende più di quello che costa" o viceversa. A questo scopo si è utilizzata la seconda decomposizione della redditività finale netta, quella più tipicamente finanziaria (citata nel paragrafo "La redditività").

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 aziendale, 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

- $\pi$  = redditività finale (ROE)
- $\rho$  = redditività operativa (ROI)
- $r$  = tasso d'interesse mediamente pagato<sup>15</sup> (*return on debt* [ROD])
- $f$  = rapporto tra debiti finanziari e capitale di rischio (*leverage* [DF/PN])<sup>16</sup>

la redditività finale netta può essere così scomposta<sup>17</sup>:

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

da cui si evince che il differenziale tra la redditività complessiva ( $\pi$ ) e quella puramente operativa ( $\rho$ ), 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.

<sup>15</sup> Desunto implicitamente dai conti aziendali come rapporto tra oneri e debiti finanziari.

<sup>16</sup> 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 ( $I/PN = 1 + DF/PN$ )

<sup>17</sup> 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 19**

RAZIONALITÀ REDDITUALE DEL NUOVO INDEBITAMENTO FINANZIARIO					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
$\rho-r$	-4,7%	-0,2%	0,1%	0,8%	-5,8%
razionalità	NO	NO	SI	SI	NO

Come si può notare, solo le cooperative-tipo dell'Emilia-Romagna e del Veneto avrebbero convenienza reddituale ad indebitarsi ulteriormente con le banche, ma in ogni caso si tratterebbe di un vantaggio molto modesto.

Sintetizzando, la sovrapposizione tra possibilità strutturale e razionalità reddituale dell'eventuale nuovo indebitamento finanziario si presenta come segue:

**Tabella 20**

STRATEGIE PER IL NUOVO INDEBITAMENTO FINANZIARIO					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
opportunità strutturale	NO	NO	NO	NO	NO
razionalità reddituale	NO	NO	SI	SI	NO
scelta combinata	NO	NO	NO	NO	NO

## 2.6 I rischi di mercato

La verifica dello standing creditizio finora condotta si è basata sostanzialmente su capacità-abilità possedute o non possedute dall'azienda. È però evidente che l'affidabilità creditizia di un'azienda si desume anche dall'esposizione della stessa alle variabili condizioni dei mercati: tendenze congiunturali, shock improvvisi e tasso di competitività.

Prima di presentare i risultati di questa parte dell'indagine è necessaria una precisazione metodologica. I test che verificano l'esposizione a questi fenomeni si fondano sul concetto di reddito operativo. Poiché la cooperativa-tipo del campione nazionale finora utilizzato evidenzia un reddito operativo di per sé negativo, tali test sarebbero fuorvianti. In questa sede, perciò, si è giocoforza utilizzata un'azienda-tipo desunta da un campione nazionale di imprese della pesca non costituite in forma cooperativa. D'altra parte, le cooperative sono in competizione anche, e soprattutto, con queste aziende.

Per verificare l'esposizione al rischio congiunturale è sufficiente quantificare l'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; si tratta di un evento che colpisce tutti coloro che operano nel settore. L'interpretazione di questo test è semplice: l'azienda più esposta è quella che probabilmente prima di altre uscirà dal mercato. I riscontri desumibili dai campioni indagati sono i seguenti:

**Tabella 21**

SENSIBILITÀ ALL'ANDAMENTO CONGIUNTURALE				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
1,7%	3,0%	2,4%	3,2%	3,0%

La sensibilità ora determinata va interpretata come riduzione percentuale del reddito operativo in presenza di una riduzione dell'1% delle quantità vendute. Come si può notare, le aziende del campione nazionale (non cooperative) presentano una minore sensibilità alle fasi depresse del ciclo economico: la cooperativa-tipo del campione nordestino, infatti, in presenza di un calo della domanda dell'1% subirebbe una riduzione del reddito operativo quasi doppia di quella registrabile in ambito nazionale (3% contro 1.7%). Va rilevato che, in questo caso, le cooperative-tipo veneta e friulana si rivelano più esposte di quella emiliano-romagnola.

Il dato ovviamente risente della "sopravvalutazione" dei conferimenti, e sarà di un certo interesse andare a isolare e quantificare l'impatto di questo fenomeno (si rinvia al capitolo "Il costo della *mission* aziendale"), ma nonostante questo è comunque estremamente rilevante: anzi, proprio perché i soci vengono remunerati "in anticipo" mediante la "sopravvalutazione" dei conferimenti, il reddito operativo è esattamente quanto resta per remunerare le banche e l'amministrazione fiscale. In pratica, il fatto che i soci ottengono un utile "anticipato" fa sì che il rischio congiunturale si scarichi esclusivamente sulle banche e sull'amministrazione fiscale.

L'indicatore precedentemente discusso (sensibilità all'andamento congiunturale della domanda) testa però una situazione in cui la cooperativa ha il tempo di rimodulare i costi variabili, poiché le variazioni congiunturali della domanda non sono repentine. Ma cosa succederebbe se la domanda si riducesse così velocemente da non consentire la riorganizzazione dei costi variabili? Si tratta peraltro di un tipico problema del mondo della pesca, nel quale il socio conferente comunque esce in mare, quindi anticipa costi, e solo dopo si confronta con il mercato. In pratica, è opportuno individuare quale calo della domanda si possono permettere le cooperative nordestine prima di arrivare alla perdita operativa, senza poter

rimodulare nemmeno i costi variabili di produzione. Questa ulteriore verifica va correttamente interpretata; nel caso in cui il calo della domanda sia tale da provocare una perdita operativa, le possibili conseguenze sono due:

1. si mantiene comunque inalterato il valore dei conferimenti, ma allora non si onorano gli impegni finanziari e fiscali;
2. si riduce il valore dei conferimenti.

Detto questo, è necessario determinare il margine di sicurezza operativa, cioè il teorico calo del margine di contribuzione oltre il quale si verifica la perdita operativa. Questo test ha dato i seguenti risultati:

**Tabella 22**

MARGINE DI SICUREZZA OPERATIVA				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
9,1%	1,2%	1,5%	1,1%	1,5%

I valori suddetti implicano che le cooperative indagate si possono permettere un calo impreveduto della domanda piuttosto modesto, prima di vedersi costrette a rivedere il valore dei conferimenti; è altresì sorprendente il divario registrabile con l'azienda-tipo non costituita in forma cooperativa.

Se poi ai costi operativi si aggiungono anche quelli finanziari, il nuovo margine di sicurezza (operativa e finanziaria) si attesta ovviamente su livelli inferiori; il fatto è che si tratta di livelli prossimi a 0:

**Tabella 23**

MARGINE DI SICUREZZA OPERATIVA-FINANZIARIA				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
6,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,1%

Un'ulteriore esposizione alle forze di mercato non fa riferimento alla ciclicità della domanda ma all'azione dei concorrenti. Il test è definibile come esposizione alla competizione, ed è così strutturato: definisce la quantità addizionale che deve essere venduta a fronte di una riduzione del prezzo dell'1%, al fine di mantenere il medesimo reddito operativo; la diminuzione del prezzo deriva da una strategia aggressiva dei concorrenti. I valori campionari sono i seguenti:

Tabella 24

ESPOSIZIONE ALLA COMPETITIVITÀ				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
6,8%	36,6%	38,2%	37,3%	29,1%

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 cooperative del Nord-Est, visto che il richiesto incremento delle quantità è molto elevato, 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.

È evidente che quest'ultimo test è distorto dalla "sopravvalutazione" dei conferimenti (e per questo si rinvia al capitolo "Il costo della *mission* aziendale"), però ha comunque un grande valore informativo, poiché denuncia l'enorme pressione che una guerra di prezzo eserciterebbe sulla valutazione dei conferimenti.





### 3. LA PROBABILITÀ DI STRESS FINANZIARIO

#### 3.1 Una sintesi dell'analisi quantitativa

È ora opportuno sintetizzare quanto rilevato nel precedente capitolo, al fine di fare chiarezza sul merito di credito.

<i>LA REDDITIVITÀ</i>
<ol style="list-style-type: none"><li>1. modesta quella finale netta, ma su ciò grava pesantemente la “sopravalutazione” dei conferimenti</li><li>2. le performance nordestine sono comunque migliori di quelle nazionali; ciò vale anche per i fattori che determinano la redditività</li></ol>
<i>LA SOLIDITÀ</i>
<ol style="list-style-type: none"><li>1. la leva finanziaria non è ottimale, eccessivamente sbilanciata verso il debito</li><li>2. è elevata l'incidenza del debito a breve termine, cioè il debito più “pressante” e costoso</li></ol>
<i>LA SOLVIBILITÀ POTENZIALE</i>
<ol style="list-style-type: none"><li>1. solvibilità potenziale di medio-lungo termine: mediamente sufficiente</li><li>2. solvibilità potenziale di breve periodo: piuttosto buona</li></ol>
<i>LA REATTIVITÀ E LA RESISTENZA</i>
<ol style="list-style-type: none"><li>1. reattività a riduzioni della domanda: inferiore o al più uguale a quella media nazionale; tutto dipende dal costo del personale, che per questi caratteri assume perciò il ruolo di variabile chiave</li><li>2. resistenza a riduzioni della domanda: mediamente buona, ma il dato risente del peso delle cooperative venete</li></ol>
<i>LA CAPACITÀ DI INCREMENTARE L'INDEBITAMENTO FINANZIARIO</i>
<ol style="list-style-type: none"><li>1. possibilità strutturale: inesistente; anzi sarebbe opportuno un parziale rientro nel debito a breve termine</li><li>2. convenienza reddituale: inesistente o al più modestissima</li></ol>

#### I RISCHI DI MERCATO CUI È SOTTOPOSTA L'AZIENDA

1. se la cooperativa-tipo è in grado di sfruttare la flessibilità concessa dai costi variabili (è il caso di variazioni congiunturali della domanda, quindi sostanzialmente prevedibili), il reddito operativo rivela una elasticità pari a 3% per ogni riduzione dell'1% nelle quantità vendute; quindi il calo di domanda che azzererebbe il reddito operativo si aggirerebbe attorno al 33%: superato questo livello non è più garantita la copertura dei costi operativi
2. se la cooperativa-tipo non è in grado di sfruttare la flessibilità concessa dai costi variabili (è il caso di uno shock di domanda), la riduzione delle quantità vendute che metterebbe in crisi la copertura dei costi operativi è estremamente più modesta, pari all'1.5%; si scende allo 0.7% se si considera anche la copertura dei costi finanziari
3. la cooperativa-tipo è molto esposta a strategie aggressive dei concorrenti, con una elasticità pari a 36.6%, da intendersi come l'aumento delle quantità vendute necessario a controbilanciare una riduzione del prezzo pari all'1%
4. tutti questi rischi risentono della "sopravalutazione" dei conferimenti

## 3.2 La probabilità di dissesto

Queste valutazioni su specifici aspetti della gestione vanno sistemizzate, per giungere ad un giudizio di sintesi sulla probabilità di dissesto strutturale.

Su questo versante dell'analisi sono disponibili un gran numero di metodi e di modelli; si è scelto di utilizzarne un paio, in base a questi criteri:

1. deve trattarsi di modelli noti e diffusi a livello internazionale, che si basano su metodologie consolidate;
2. deve trattarsi di modelli intuitivi, che consentono cioè una facile interpretazione aziendale.

La scelta è ricaduta su di un modello discriminante, il ben noto *Z-Score Model* di Altman<sup>18</sup>, e su di un modello *logit*, quello messo a punto da Platt<sup>19</sup>.

<sup>18</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.

<sup>19</sup> Platt H.D. e Platt M.B. (1991), *A note on the use of industry-relative ratios in bankruptcy prediction*, Journal of Banking and Finance, 15.

Com'è noto, lo *Z-Score Model* non esprime la probabilità secca del dissesto strutturale, ma mediante una *discriminant analysis* suddivide le aziende in tre sottogruppi:

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

Il modello è ancor oggi molto diffuso tra le banche di piccole dimensioni, e un suo recente aggiornamento lo ha reso disponibile in due versioni:

1. nella prima il patrimonio netto viene considerato a valori contabili;
2. nella seconda viene valutato a valore di mercato.

In questa sede, si sono applicate entrambe le versioni, e per la seconda si è desunto il patrimonio netto a prezzi di mercato dalle valutazioni esposte al prossimo capitolo ("Il valore di mercato della cooperativa"<sup>20</sup>).

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

**Tabella 25**

Z-SCORE MODEL			
	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<sup>21</sup>:

**Tabella 26**

APPLICAZIONE DELLO Z-SCORE MODEL					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
PN a valore contabili	1,943	2,353	1,893	2,544	2,339
PN a valore di mercato	1,146	1,897	1,581	2,033	1,856

<sup>20</sup> Tale valore è stato ottenuto sottraendo il valore dei debiti dal valore lordo di mercato della cooperativa.

<sup>21</sup> Il campione nazionale di riferimento ritorna ad essere quello formato da cooperative.

I valori Z sono purtroppo chiarissimi: bene che vada, e ciò vale sia per la media nazionale che per la media del Nord-Est, le varie cooperative-tipo sarebbero da porre sotto sorveglianza.

Detto questo, però, non si può non rilevare che la meccanica applicazione di tale modello al mondo cooperativo potrebbe essere fuorviante. I motivi sono almeno due, semplici e intuitivi:

1. la precedente analisi delle performance non è monotonicamente negativa, ma presenta un'alternanza di "luci e ombre";
2. i dati utilizzati sono del 2005, ma siamo all'inizio del 2008, e le cooperative citate sono tutt'ora esistenti e operative.

Si dovrebbe perciò concludere che il modello applicato è impreciso? Che fa supporre fallimenti che poi non avverranno mai? Certamente no, ma senza dubbio si può rilevare che è costruito per attività economiche diverse da quelle della pesca, e quindi forse è opportuno prepararne uno apposito per il settore. Attualmente non ci sono notizie che qualche banca abbia costruito un tale modello, quindi i suddetti risultati, francamente controintuitivi, devono spingere lungo questa direzione. In ogni caso è comunque possibile che detti risultati siano influenzati (ancora una volta) dalla "sopravvalutazione" dei conferimenti.

Per quanto riguarda la seconda categoria di modelli, quelli *logit*, trattasi di metodi probabilistici che si spingono oltre la *discriminat analysis* per arrivare a sintetizzare la situazione aziendale con un numero secco e molto preciso: la probabilità di dissesto strutturale. In questo filone il modello di Platt introduce una importante novità: utilizza indicatori relativi, cioè che pongono l'azienda a confronto con il suo settore di appartenenza.

Testando i campioni indagati si giunge alle seguenti probabilità di *default*:

**Tabella 27**

APPLICAZIONE DEL MODELLO LOGIT DI PLATT					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
probabilità di breve periodo	0,6%	25,5%	41%	18%	32,3%
probabilità di medio-lungo periodo	11,4%	53%	68,4%	45,6%	60,1%

Senza ombra di dubbio, le probabilità di dissesto che si ottengono sono sconvolgenti, ancor più controintuitive di quanto rilevato per lo *Z-Score Model*, e per lo stesso motivo: ad esempio, come mai una cooperativa che a valori 2005 avrebbe una probabilità di fallire nel breve periodo pari al 41% (Emilia-Romagna), nel 2008 è invece ancora operativa?

Si ribadisce quanto già prima osservato: con tutta evidenza c'è bisogno di un modello *taylor-made* per la pesca, oppure si tratta di una distorsione indotta dalla "sopravvalutazione" dei conferimenti; per questo si rinvia all'ultimo capitolo.

### 3.3 Definire una procedura di rating nel settore della pesca

Nell'attesa di chiarire il dubbio appena esposto, si può comunque tratteggiare una procedura che costituisca una alternativa al vero e proprio rating puramente statistico. Come prima sottolineato, a tutt'oggi non esistono modelli specifici (statistici) o approssimati (come quello di seguito proposto) appositamente tarati sul settore.

La presente proposta si fonda su di un'analisi quantitativa simile a quella condotta nel capitolo "Il profilo economico-finanziario", ma successivamente, giacché la stessa non implica automaticamente un rating, occorre completarla con una procedura simile a quella dello *scorecard* per ottenere una buona approssimazione del rating.

Si potrebbe procedere nel modo seguente:

1. Si predispongono le classi di merito del rating; per ora non serve inventare nulla di nuovo, poiché si possono utilizzare le stesse classi impiegate a livello internazionale per qualsiasi settore di attività:

**Tabella 28**

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

Ad ogni classe di rischio dovrà corrispondere un diverso atteggiamento della banca sia per ciò che concerne la dimensione del prestito sia per il suo costo. In pratica, per ogni classe si dovrà stabilire l'importo minimo<sup>22</sup> e massimo del finanziamento concedibile, e parallelamente uno spread del suo costo.

2. Si scelgono i punteggi che caratterizzano le varie classi: ad ogni classe deve corrispondere un punteggio minimo e massimo. La scelta dipende strettamente dalla metodologia di *scorecard*, poiché ad ogni responso della stessa si dovrà abbinare un punteggio, la cui somma totale inserirà la cooperativa in una delle classi di rischio.

<sup>22</sup> Il valore minimo si spiega per due motivi: si deve evitare una sovrapposizione con la classe inferiore, si deve garantire alla banca un rendimento minimo anche in termini quantitativi.

3. Qualsiasi analista concorda sul fatto che il punteggio assegnato in relazione alle performance sia determinante (lo “zoccolo duro” del rating<sup>23</sup>), ma si concorda anche sul fatto che tale punteggio vada integrato con altre valutazioni. A questo scopo vanno predisposte altre quattro aree d’indagine. Una proposta diffusamente accettata in altri contesti è la seguente:

**Tabella 29**

AREA DA INDAGARE	QUOTA DEL PUNTEGGIO TOTALE
aziendale	5% del totale
qualitativa	10% del totale
copertura fidi	15% del totale
rapporti bancari	15% del totale
performance	55% del totale

Le percentuali suddette sono indicative, derivanti dall’esperienza di altri settori di attività e quindi andrebbero parzialmente corrette; ciò vale soprattutto per l’area aziendale, nella quale andrebbe gestito il problema della “sopravalutazione” dei conferimenti.

4. Il contenuto delle suddette aree d’indagine va standardizzato, per non lasciare un eccessivo grado di soggettività al funzionario bancario che di volta in volta effettua l’analisi:
- area aziendale: presenza sul mercato, capacità realizzative, capacità di innovazione, indirizzi strategici, pregiudizievoli e vertenze (fondamentale in questa area d’indagine);
  - area qualitativa: tendenza del settore, proprietà e manager, organizzazione aziendale, indipendenza da clienti, localizzazione, dipendenti, posizione fiscale e previdenziale;
  - area copertura fidi: garanzie reali, garanzie personali;
  - 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;
  - area delle performance: redditività, solidità, solvibilità di base, reattività e resistenza, capacità di incrementare l’indebitamento finanziario, rischi di mercato cui è sottoposta la cooperativa, probabilità di dissesto strutturale, valore di mercato della società.

<sup>23</sup> Ciò vale anche per il rating puramente statistico.

## 4. IL VALORE DI MERCATO DELLA COOPERATIVA

A completamento del quadro finora delineato è opportuno stimare il presumibile valore di mercato delle cooperative, per almeno due ragioni:

1. Le banche cominciano a capire che non sempre è utile pensare l'azienda esclusivamente come un soggetto potenzialmente fallibile, e quindi l'unica preoccupazione è il suo valore di realizzo, valore che necessariamente verrebbe determinato per parti (liquidando singoli elementi dell'attivo e del passivo). È rilevante anche una valutazione complessiva, funzionale all'ipotesi di perpetuazione dell'azienda, cioè il suo valore di scambio. Quando quest'ultimo è nullo, o quasi, spesso l'imprenditore è tentato di lasciare l'azienda al suo destino (soprattutto se il suo capitale a rischio è inferiore a quello dei terzi).
2. il valore di mercato consente l'applicazione della seconda versione (quella più aggiornata) dello *Z-Score Model* di Altman (si rinvia al paragrafo "Le probabilità di dissesto").

Tra queste motivazioni, quella determinante è senza dubbio la prima: ogni azienda andrebbe 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 ha un valore per colui che risponde dei debiti ad esso connessi.

### 4.1 Il modello di stima

Tra i molteplici metodi di valutazione è stato scelto quello di Franco Modigliani e Merton Miller. È pur vero che trattasi di un metodo datato e basato su ipotesi di mercato per certi versi troppo ideali, ma è indubbio che possiede alcune grandi proprietà:

- direttamente o indirettamente, quasi tutte le metodologie più recenti si ispirano ad esso: può quindi essere considerato come una sorta di matrice comune dei metodi successivamente ideati;
- è poco sofisticato: si riduce il rischio che i risultati siano correlati alla tecnica di misurazione;
- mette in luce le determinanti del valore aziendale (*value driver*);
- consente una chiara ed univoca gerarchizzazione delle strategie aziendali.

Nel dettaglio, sulla base dei seguenti *value driver*:

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

il metodo di Modigliani e Miller definisce come segue il *corporate value* ( $v$ ):

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

Il primo fattore stima il valore stabilmente generato dall'impresa, con la logica della rendita perpetua (reddito operativo conseguibile capitalizzato con il costo del capitale investito). Il secondo termine stima invece il valore potenziale che l'azienda potrebbe generare incrementando l'attuale livello di investimenti. Quest'ultimo 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 del capitale investito ( $c$ ), nonché attualizzato ( $1+c$ ) poiché la resa degli investimenti incrementali viene misurata a fine periodo. Il risultante *corporate value* 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. Questa variabile determinante viene espressa con il *weighted average cost of capital*<sup>24</sup>; posto che:

- $x$  = quota del capitale proprio nei finanziamenti complessivi
- $e$  = costo del capitale proprio<sup>25</sup>
- $d$  = costo dell'indebitamento (finanziario)<sup>26</sup>

il costo medio ponderato del capitale diventa:

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

<sup>24</sup> 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.

<sup>25</sup> Determinato con la tecnica del *capital asset pricing model*.

<sup>26</sup> Si utilizza il ROD introdotto al paragrafo 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.



## 4.2 I risultati della stima

Supposto un periodo di vantaggio competitivo di 5 anni (generalmente si spazia da 3 a 7 anni), i risultati della stima sono esposti nelle successive tabelle:

**Tabella 30**

VALORE DI MERCATO DELLA COOPERATIVA				
ITALIA	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
<0	183.103 €	406.550 €	106.646 €	93.950 €

**Tabella 31**

VALUE DRIVERS					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
<i>RO</i>	-15.297 €	14.460 €	23.346 €	11.224 €	12.063 €
$\Delta I$	114.541 €	76.592 €	24.608 €	107.091 €	22.560 €
<i>T</i> (#)	5	5	5	5	5
$\rho$	-1,4%	2,5%	2,7%	2,3%	2,9%
<i>c</i>	3,4%	4,5%	5,1%	3,7%	7,6%

(#) ipotesi

Come si può notare, i valori di mercato sarebbero molto modesti (campione Nord-Est) o addirittura negativi (campione nazionale). Ciò è chiaramente un effetto della "sopravalutazione" dei conferimenti, che deprime due dei cinque *value driver*: il reddito operativo (RO) e conseguentemente il rendimento operativo ( $\rho$ ). A titolo di esempio, il valore medio di mercato desumibile dal campione nazionale di imprese della pesca non cooperative addirittura sfiora i 7 milioni di euro.

Tralasciando per ora il problema della "sopravalutazione" dei conferimenti (si rinvia al prossimo capitolo), i *value driver* possono essere considerati perlomeno in senso relativo, cioè non per il loro valore assoluto ma per un confronto fra un campione e l'altro (cioè a parità di "sopravalutazione"). Dalla tabella 31 si evincono i seguenti punti di forza e punti di debolezza:

Tabella 32

VALUE DRIVERS					
	ITALIA	NORD-EST	confronto interno al Nord-Est		
			ER	V	FVG
<i>punti di forza</i>	$\Delta I$	$RO ; \rho$	$RO$	$\Delta I ; c$	$\rho$
<i>punti di debolezza</i>	$RO ; \rho$	$\Delta I$	$\Delta I ; c$	$RO ; \rho$	$RO ; \Delta I ; c$

Infine, se si scinde il valore di mercato nelle due componenti “valore corrente” e “valore potenziale”, si ottiene quanto segue:

Tabella 33

VALORE DI MERCATO DELLA COOPERATIVA					
	ITALIA	NORD-EST	di cui		
			ER	V	FVG
valore corrente	-448.569 €	328.934 €	461.374 €	303.642 €	158.300 €
valore potenziale	-788.461 €	-145.831 €	-54.824 €	-196.996 €	-64.350 €

Tralasciando la cooperativa-tipo nazionale, all’interno del campione del Nord-Est si evince una chiarissima indicazione: il problema della “sopravvalutazione” dei conferimenti ha effetti peggiori sul futuro che non sul presente. È il valore potenziale, infatti, ad essere costantemente negativo. Ciò è dovuto all’effetto che tale “sopravvalutazione” ha sul rendimento operativo ( $\rho$ ) e sul costo del capitale ( $c$ ), facendo sì che il loro differenziale, decisivo per stimare il valore potenziale, sia negativo ( $\rho - c < 0$ ). Questo e altri effetti della “sopravvalutazione” saranno chiariti nel prossimo capitolo.

## 5. IL “COSTO” DELLA MISSION AZIENDALE

Si riprende ora in considerazione uno dei nodi centrali della valutazione delle cooperative: la “sopravalutazione” dei conferimenti. Si tratta, com'è facile intuire a priori, di un aspetto spinoso giacché in esso si può individuare la vera e sostanziale *mission* di un'azienda cooperativa. Sintetizzando quanto evidenziato nei capitoli precedenti, il problema si presenta come segue:

1. la “sopravalutazione” dei conferimenti dei soci contabilmente si riflette nella sopravalutazione della voce acquisti del Conto Economico (punto B6);
2. conseguentemente si sopravvaluta il costo della produzione, e si deprime il reddito operativo;
3. a parità di gestione finanziaria e data la pressione fiscale, il minor reddito operativo implica un inferiore utile netto ed un più modesto patrimonio netto;
4. i maggiori acquisti implicano anche un indebitamento commerciale superiore (al netto della dilazione media di pagamento), ed una gestione IVA più voluminosa;
5. alcuni degli indicatori di performance risultano perciò distorti.

In ultima analisi, vi sono ripercussioni sulle valutazioni finalizzate a stabilire lo standing creditizio, anche perché pure l'indebitamento finanziario potrebbe essere diverso. Su quest'ultimo aspetto occorre infatti ricordare che le banche concedono prestiti tenendo in considerazione vari parametri, e tra questi anche la composizione dell'indebitamento complessivo<sup>27</sup>: secondo questa logica, quindi, un minor indebitamento commerciale porterebbe con sé anche un minor indebitamento finanziario.

Nel secondo capitolo, commentando la redditività finale netta delle cooperative si era rilevato che:

1. le banche sono ovviamente consapevoli della “sopravalutazione” dei conferimenti;
2. nulla possono per indurre le cooperative ad una valutazione normale;
3. il bilancio delle cooperative è peraltro conforme alla legge, quindi non si può non accettarlo come tale;

<sup>27</sup> Come si ricorderà (capitolo primo, paragrafo 1.1), questo è uno dei principi che si sono utilizzati per stimare l'indebitamento finanziario dato quello complessivo, per le cooperative che in bilancio hanno indicato solo il secondo.

4. conseguentemente le valutazioni sul merito di credito sono in parte soggettive (basate sulle garanzie offerte dai soci) ed in parte storiche (fondate sul *track record* della cooperativa).

Quanto appena descritto è la complessa situazione che si viene a creare attorno al valore dei conferimenti dei soci di una cooperativa.

In questa sede, pur nella consapevolezza di quanto osservato al precedente punto 2, e preso atto che con la "sopravalutazione" dei conferimenti si concretizza la tipica *mission* di una cooperativa, si delinea un'alternativa: si rideterminerà la cooperativa-tipo ed il suo standing creditizio nell'ipotesi che i conferimenti dei soci siano valutati a prezzi di mercato. La differenza tra questa valutazione e quelle viste ai capitoli precedenti può essere considerata il "costo" della *mission* aziendale.

### 5.1 La normalizzazione dei bilanci

Il primo passo di questo processo è la parziale riscrittura dei bilanci, nelle voci prevalentemente coinvolte dalla valutazione dei conferimenti. Si è proceduto come segue:

1. gli acquisti sono stati ridotti in modo da generare un rapporto tra valore della produzione e costi della produzione uguale a quello mediamente riscontrabile in aziende della pesca non costituite in forma cooperativa; ciò equivale a valutare i conferimenti in modo competitivo;
2. così facendo si è ampliato il reddito operativo;
3. il minor valore degli acquisti, al netto della dilazione mediamente riscontrabile sul pagamento degli stessi, implica un minor indebitamento commerciale; conseguentemente si riduce anche l'IVA su acquisti e si ampliano le disponibilità liquide;
4. si è riproporzionato l'indebitamento finanziario al ridotto indebitamento commerciale;
5. conseguentemente, sulla base del medesimo costo medio del denaro, si sono riproporzionati anche gli oneri finanziari;
6. il maggior risultato operativo ed i minori oneri finanziari implicano un più elevato reddito prima delle imposte;
7. sulla base della medesima pressione fiscale, sono state riproporzionate le imposte;
8. da ciò deriva un maggior utile netto finale e, quindi, un superiore patrimonio netto.

## 5.2 La cooperativa-tipo normalizzata

È quindi evidente che, normalizzando le voci indicate al precedente paragrafo, cambi parzialmente anche il profilo della cooperativa-tipo. Si considerino le tabelle seguenti, che per brevità si limitano alle voci maggiormente coinvolte dalla normalizzazione:

**Tabella 34**

NORD-EST			
STATO PATRIMONIALE	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
PATRIMONIO NETTO	260.679 €	351.634 €	34,9%
DEBITI TOTALI	537.155 €	511.578 €	-4,8%
DEBITI FINANZIARI	219.471 €	211.637 €	-3,7%
TOTALE PATRIMONIO LORDO	875.452 €	940.829 €	7,5%

**Tabella 35**

NORD-EST			
CONTO ECONOMICO	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
COSTI PRODUZIONE	1.716.675 €	1.580.956 €	-7,9%
REDDITO OPERATIVO	21.967 €	157.686 €	617,8%
OF	10.522 €	10.276 €	-2,3%
UTILE NETTO	8.436 €	99.390 €	1078,2%

**Tabella 36**

EMILIA-ROMAGNA			
STATO PATRIMONIALE	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
PATRIMONIO NETTO	297.066 €	418.538 €	40,9%
DEBITI TOTALI	887.597 €	854.074 €	-3,8%
DEBITI FINANZIARI	355.713 €	350.084 €	-1,6%
TOTALE PATRIMONIO LORDO	1.322.337 €	1.410.287 €	6,7%

**Tabella 37**

EMILIA-ROMAGNA			
CONTO ECONOMICO	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
COSTI PRODUZIONE	2.380.287 €	2.198.948 €	-7,6%
REDDITO OPERATIVO	35.588 €	216.926 €	509,6%
OF	19.072 €	18.797 €	-1,4%
UTILE NETTO	6.059 €	127.531 €	2004,9%

Tabella 38

VENETO			
STATO PATRIMONIALE	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
PATRIMONIO NETTO	252.674 €	332.357 €	31,5%
DEBITI TOTALI	408.840 €	386.198 €	-5,5%
DEBITI FINANZIARI	168.158 €	159.817 €	-5,2%
TOTALE PATRIMONIO LORDO	705.436 €	762.477 €	8,1%

Tabella 39

VENETO			
CONTO ECONOMICO	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
COSTI PRODUZIONE	1.469.947 €	1.351.008 €	-8,1%
REDDITO OPERATIVO	16.128 €	135.067 €	737,5%
OF	5.039 €	4.848 €	-3,8%
UTILE NETTO	10.012 €	89.695 €	795,9%

Tabella 40

FRIULI VENEZIA GIULIA			
STATO PATRIMONIALE	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
PATRIMONIO NETTO	220.015 €	303.668 €	38,0%
DEBITI TOTALI	446.754 €	423.083 €	-5,3%
DEBITI FINANZIARI	192.731 €	182.553 €	-5,3%
TOTALE PATRIMONIO LORDO	797.757 €	857.739 €	7,5%

Tabella 41

FRIULI VENEZIA GIULIA			
CONTO ECONOMICO	ORIGINALE	NORMALIZZATO	VAR %
COSTI PRODUZIONE	1.567.548 €	1.443.144 €	-7,9%
REDDITO OPERATIVO	23.469 €	147.873 €	530,1%
OF	22.160 €	21.653 €	-2,3%
UTILE NETTO	4.897 €	88.550 €	1708,2%

Come si può notare, nei valori-chiave le cooperative-tipo normalizzate sono piuttosto diverse da quelle originali. A tutti i livelli campionari (Nord-Est e singole Regioni) le voci maggiormente modificate sono il reddito operativo e l'utile netto.

I debiti finanziari e gli oneri conseguenti sono inferiori, ma non in modo eclatante.

Ciò fa supporre che a risentire della "sopravalutazione" dei conferimenti sia soprattutto la performance reddituale, e in misura minore quella puramente finanziaria.

I presumibili effetti si dovrebbero estendere anche ai rischi di mercato, che dipendono dalla reattività del reddito operativo, ma anche alla probabilità di stress strutturale e al valore di mercato della cooperativa, che sono funzione sia delle performance operative che della struttura finanziaria. Tutto questo sarà chiarito nei prossimi paragrafi.

### 5.3 Il profilo economico-finanziario normalizzato

#### Redditività

Il divario emerge chiaramente per quella finale netta e per quella operativa. La normalizzazione farebbe apparire le cooperative-tipo come aziende assolutamente efficaci:

**Tabella 42**

ROE (UT/PN)				
TIPO DI DATO	NORD-EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	3,3%	2,0%	4,0%	2,2%
normalizzato	28,1%	30,5%	27,0%	29,2%

**Tabella 43**

ROI (RO/I)				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	2,5%	2,7%	2,3%	2,9%
normalizzato	17,1%	15,4%	17,7%	17,2%

#### Solidità

La variazione più evidente avviene nella leva finanziaria:

**Tabella 44**

LEVA FINANZIARIA (I/PN)				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	3,31	4,45	2,79	3,63
normalizzato	2,63	3,37	2,29	2,82

La sensibile compressione dell'effetto leva si ripercuote, ovviamente, anche nella ricapitalizzazione necessaria a riportarla sul livello ottimale per le banche (pari a 2):

Tabella 45

RICAPITALIZZAZIONE NECESSARIA PER UNA LEVA PARI A 2				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	354.093 €	728.205 €	200.089 €	357.727 €
normalizzato	237.570 €	573.215 €	97.774 €	250.403 €

La composizione del debito, invece, non si modifica in modo sostanziale.

### Solvibilità potenziale

Quella di breve termine migliora leggermente, ma in ogni caso già nei bilanci ufficiali l'*acid test* si colloca su livelli non preoccupanti. Un miglioramento evidente si registra invece nella solvibilità potenziale di medio lungo termine, giacché il margine strutturale si amplia notevolmente:

Tabella 46

MARGINE STRUTTURALE				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	123.896 €	-42.588 €	208.095 €	30.129 €
normalizzato	285.466 €	77.668 €	400.163 €	111.939 €

È evidente il miglioramento della solvibilità di medio-lungo termine per le cooperative-tipo dell'Emilia-Romagna e Friuli Venezia Giulia.



Elasticità e reattività

La prima si riduce, ma il fatto non è paradossale giacché la normalizzazione del bilancio riduce un costo variabile (gli acquisti) e non modifica i costi fissi:

**Tabella 47**

<i>ELASTICITÀ DEL PROCESSO PRODUTTIVO (costo del personale variabile)</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	40,9	45,8	40,4	32,4
normalizzato	37,6	42,3	37,0	29,8
<i>ELASTICITÀ DEL PROCESSO PRODUTTIVO (costo del personale fisso)</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	7,6	9,2	7,0	7,5
normalizzato	7,0	8,5	6,4	6,9

All'opposto aumenta la resistenza, poiché la normalizzazione fa aumentare l'utile netto e quindi il patrimonio netto, mentre il capitale sociale resta invariato:

**Tabella 48**

<i>RESISTENZA PATRIMONIALE</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	14	3	21	2
normalizzato	19	4	28	3

Capacità di incrementare l'indebitamento finanziario

Questo carattere aziendale non cambia: per tutte le cooperative-tipo permane l'incapacità strutturale di aumentare il debito finanziario (d'altra parte le leve finanziarie normalizzate permangono comunque al di sopra della soglia ottimale pari a 2).

Per quanto riguarda la convenienza reddituale all'eventuale nuovo indebitamento, la cooperativa-tipo friulana si allinea a quelle emiliano-romagnola e veneta: con i dati normalizzati, tutte e tre le cooperative-tipo aumenterebbero il loro reddito sostituendo patrimonio netto con debito bancario (si ricordi che la convenienza reddituale al debito c'è quando questo rende più di quello che costa).

Rischi di mercato

Nella realtà normalizzata aumenta la capacità di sopportare depressioni improvvise della domanda, che non consentono nemmeno la rimodulazione dei costi variabili; i limiti oltre il quali verrebbe pregiudicata la copertura dei costi operativi e finanziari sono i seguenti:

**Tabella 49**

<i>MARGINE DI SICUREZZA OPERATIVA FINANZIARIA</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	0,7%	0,7%	0,7%	0,1%
normalizzato	8,5%	8,2%	8,8%	7,9%

Come si può notare, il miglioramento è notevolissimo. Esso è dovuto alla struttura normalizzata del margine di contribuzione (differenziale tra valore della produzione e costi variabili).

Aumenta radicalmente anche la capacità di resistere a guerre di prezzo scatenate dai concorrenti. Il test dell'esposizione alla competitività (aumento delle quantità vendute necessario a mantenere inalterato il reddito operativo quando il prezzo si riduce dell'1%), infatti, diminuisce drasticamente:

**Tabella 50**

<i>ESPOSIZIONE ALLA COMPETITIVITÀ</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	36,6%	38,2%	37,3%	29,1%
normalizzato	9,4%	9,9%	9,4%	8,9%

**5.4 La probabilità normalizzata di stress finanziario**

Anche la normalizzazione dei test di Altman e di Platt da risultati migliori rispetto a quanto non sia in base ai dati ufficiali. Il deciso miglioramento di questi test implica inequivocabilmente che la probabilità di stress strutturale è una diretta funzione della "sopravalutazione" dei conferimenti. Si considerino le tabelle che seguono:

Tabella 51

<i>APPLICAZIONE DELLO Z-SCORE MODEL DI ALTMAN (patrimonio netto a valori contabili)</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	2,353	1,893	2,544	2,339
normalizzato	2,989	2,475	3,203	2,966
<i>APPLICAZIONE DELLO Z-SCORE MODEL DI ALTMAN (patrimonio netto a valori di mercato)</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui:		
		ER	V	FVG
ufficiale	1,897	1,581	2,033	1,856
normalizzato	4,244	2,853	5,039	2,920

Il test in ambito normalizzato dice che le cooperative-tipo indagate superano o approssimano la soglia critica che azzerava il rischio di dissesto strutturale, soprattutto considerando il patrimonio netto a prezzi di mercato (valori non critici se  $> 2,9$ ).

Il secondo test, quello di Platt, conferma il buon risultato del test di Altman:

Tabella 52

<i>APPLICAZIONE DELLO MODELLO LOGIT DI PLATT (probabilità di dissesto - breve periodo)</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	25,5%	41%	18%	32,3%
normalizzato	0,8%	1,6%	0,5%	1,0%
<i>APPLICAZIONE DELLO MODELLO LOGIT DI PLATT (probabilità di dissesto - medio lungo periodo)</i>				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui:		
		ER	V	FVG
ufficiale	53%	68,4%	45,6%	60,1%
normalizzato	16,2%	26,7%	11,5%	19,2%

Anche in questo caso si assiste ad un repentino calo delle probabilità di stress strutturale.

Nonostante questo però, non si può non richiamare l'attenzione sul fatto che si tratta di test tarati per attività produttive molto diverse dalla pesca. Test appositi per questo settore potrebbero comunque produrre risultati negativi anche in presenza di dati normalizzati.

## 5.5 Il valore di mercato normalizzato

Determinato con bilanci normalizzati, ci si attende una cooperativa-tipo con un valore di mercato migliore di quello basato sui dati ufficiali. Ciò perché la corretta valutazione dei conferimenti ha effetti su fattori che si rivelano determinanti in tal senso: efficienza operativa in euro (reddito operativo) ed in percentuale (rendimento operativo), costo del capitale:

**Tabella 53**

VALORE DI MERCATO DELLA COOPERATIVA				
TIPO DI DATO	NORD EST	di cui		
		ER	V	FVG
ufficiale	183.103 €	406.550 €	106.646 €	93.950 €
normalizzato	3.900.334 €	3.181.091 €	4.641.215 €	1.276.856 €

Come si può notare, la forbice tra il valore ufficiale e quello normalizzato è enorme. È questo il riscontro finale della normalizzazione dei bilanci, poiché sintetizza la miglior performance economica, la struttura finanziaria più leggera, il minor di rischio di stress strutturale.

## 5.6 Alcune osservazioni

Nonostante i brillanti risultati delle valutazioni che si basano sui dati normalizzati, non si deve dimenticare che hanno solo il valore di una simulazione, di una stima dei differenziali dovuti alla particolare *mission* di una cooperativa.

Sarebbe infatti molto facile suggerire una valutazione dei conferimenti a valori di mercato, visto che ciò renderebbe l'impresa cooperativa molto più efficiente, ma se si facesse questo si snaturerebbe il motivo stesso per cui la cooperativa esiste.

Evidentemente ciò spinge verso la definizione di nuovi processi di valutazione adatti ad un'impresa così particolare; questo vale non solo per la probabilità di stress strutturale, come già rilevato nel terzo capitolo, ma anche per la verifica del profilo economico-finanziario ed il valore di mercato dell'azienda.

Ma quale via percorrere? Poiché l'aspetto della gestione più colpito dalla "sovravalutazione" dei conferimenti è il reddito operativo, si renderebbe necessario individuare un'alternativa allo stesso. Una possibilità teorica potrebbe essere quella di sostituirlo con il valore della produzione, nella consapevolezza però che indurrà stime al lordo dei costi di produzione. In ogni caso si tratta di una evoluzione nei processi di valutazione di una cooperativa che meriterebbe di essere esplorata.

## 6. CONCLUSIONI

Il campione indagato consiste in 158 cooperative della pesca appartenenti a Emilia-Romagna (41), Veneto (100) e Friuli Venezia Giulia (17). La base dati che le riguarda proviene in massima parte dall'Osservatorio Socio Economico della Pesca dell'Alto Adriatico (130 bilanci), fonte integrata dal Bureau Van Dijk (28 bilanci).

I bilanci esaminati si ritiene siano attendibili giacché vengono redatti nel rispetto degli artt. 2424 e seguenti del Codice Civile. Vi è però un effetto distorsivo che consiste nella "sopravalutazione" dei conferimenti di prodotto da parte dei soci, con la quale si realizza una sorta di pre-distribuzione degli utili. Tale fenomeno è peraltro ineliminabile, poiché è il carattere sostanziale della mission di una cooperativa. I finanziatori esterni, perciò, devono considerare tale "sopravalutazione" come un dato di fatto, anche perché nulla possono per mitigarla.

Le performance economico-finanziarie delle cooperative descrivono un quadro per molti aspetti poco uniforme. I risultati dell'analisi possono essere sinteticamente riassunti come segue:

1. Redditività – Formalmente pessima, ma è questo l'aspetto della gestione più pesantemente coinvolto dalla sopravalutazione dei conferimenti.
2. Solidità – La leva finanziaria dimostra un sensibile orientamento al debito, all'interno del quale prevale quello a breve termine, cioè quello più costoso e che più condiziona la dinamica della liquidità.
3. Solvibilità (potenziale) – Tranquillizzante, soprattutto nel breve termine.
4. Reattività economica<sup>28</sup> – Peggioro o al più uguale alla media nazionale; su di essa gioca un ruolo decisivo il fatto che il personale sia gestito come costo fisso o variabile.
5. Resistenza a perdite economiche<sup>29</sup> – È tranquillizzante, ma il dato medio è fortemente influenzato dalla cooperativa-tipo del Veneto, che presenta una resistenza assolutamente superiore a quella delle cooperative-tipo delle altre due Regioni.
6. Capacità strutturale di aumentare il debito finanziario<sup>30</sup> – Inesistente.
7. Convenienza reddituale ad aumentare il debito finanziario<sup>31</sup> – Inesistente.

<sup>28</sup> Capacità di rimodulare i costi.

<sup>29</sup> Capacità di coprire le perdite senza dover ricapitalizzare.

<sup>30</sup> Capacità di assumere nuovo debito senza indurre pericolosi squilibri nella composizione del patrimonio.

<sup>31</sup> Si ricorda che vi sarebbe convenienza reddituale qualora i capitali acquisiti a debito avessero un costo inferiore al loro rendimento aziendale.

8. Capacità di attutire riduzioni della domanda – Buona se c'è il tempo di gestire i costi variabili (calo congiunturale della domanda), pessima se questo tempo non c'è (shock della domanda). Questo carattere aziendale è negativamente influenzato dalla sopravvalutazione dei conferimenti.
9. Esposizione a strategie di prezzo aggressive – Molto elevata nel senso che, in presenza di una modesta riduzione dei prezzi unitari di vendita, per confermare il medesimo reddito operativo sarebbe necessario un massiccio incremento delle quantità vendute. Questo carattere aziendale è negativamente influenzato dalla “sopravvalutazione” dei conferimenti.

È noto che in conclusione di un'analisi del merito di credito, normalmente il valutatore ricerca un indice sintetico che sia segnaletico di tutte le caratteristiche aziendali indagate; ciò perché un simile indicatore consente di gerarchizzare immediatamente e incontrovertibilmente tutte le aziende che richiedono credito. Molti sono i metodi che possono venire utilizzati a questo fine: tutti cercano di stimare la probabilità di dissesto strutturale dell'azienda cui si dovrebbe concedere credito. A livello internazionale, tra i più noti modelli che vengono utilizzati vi sono la *logit analysis* (ad esempio quella di Platt) e la *discriminant analysis* (quella di Altman raccoglie numerosissimi consensi). In questa sede si sono applicate alle cooperative della pesca proprio queste due metodologie, ma i risultati ottenuti sono controintuitivi.

Infatti tali metodologie sono state tarate non solo sul medio-lungo termine, ma anche su un orizzonte di soli due anni, e sono state applicate su dati del 2005: a tutt'oggi però, le cooperative indagate non dimostrano nessun dissesto strutturale. Sulla probabilità in oggetto, inoltre, incide fortemente la “sopravvalutazione” dei conferimenti.

Tutto ciò indica chiaramente da un lato la necessità di predisporre modelli probabilistici appositamente tarati sul mondo cooperativo, dall'altro lato di normalizzare l'effetto della citata “sopravvalutazione”.

Per quanto riguarda, infine, il valore di mercato della cooperativa, l'applicazione del noto modello di stima di Modigliani e Miller indica valori piuttosto modesti, negativamente condizionati dal valore potenziale della crescita futura. Anche questa stima, però, come la redditività, risente fortemente della sopravvalutazione dei conferimenti.

# APPENDICE - L'ACCESSO AL CREDITO DOPO BASILEA 2

## A.1 Il Comitato di Basilea

Vigila sull'attività bancaria globale, ma non è dotato di potere legislativo<sup>32</sup>: tutto ciò che delibera ha il valore di un *gentlemen agreement*. D'altra parte è anche vero che gli orientamenti del Comitato prima o poi vengono recepiti dalle Banche Centrali, quindi quanto viene disposto per questa via diviene successivamente obbligatorio; inoltre si consideri il fatto che il Consiglio Europeo ha emanato una direttiva per il recepimento dell'Accordo nei singoli sistemi normativi dei paesi dell'UE.

In teoria il Comitato ha un obiettivo di assoluta rilevanza, cioè quello di assicurare la stabilità dell'economia mondiale, che però in pratica persegue limitandosi a disposizioni che riducano al minimo le perdite del sistema bancario, nell'assunto (certamente vero per una realtà come quella italiana, ma da verificare altrove) che la "salute" delle banche sia esiziale per l'intero sistema economico. È certamente l'espressione di un tentativo di governo globale, che annovera al suo livello solo altri due esempi: la World Bank e l'International Monetary Fund. Sorge nel 1974 su iniziativa delle Banche Centrali dei paesi che attualmente costituiscono il G10, e la motivazione fu il fallimento della Bankhaus Herstatt; nei decenni che seguirono si aggiunsero altri fallimenti bancari, e perciò il suo intervento è divenuto sempre più opportuno.

È anche vero che il Comitato, dalla sua costituzione, non si è espresso con grande frequenza: anzi, lo ha fatto due sole volte, pur se ogni decisione è stata il frutto di negoziati lunghi anni.

## A.2 Gli accordi Basilea

Una sintesi di Basilea 1 (1988) è utile per comprendere la portata di Basilea 2, poiché il primo accordo tratteggia il secondo:

1. si riconosce espressamente che qualsiasi attività bancaria implica l'assunzione di un rischio più o meno elevato, e lo si distingue in rischio di credito e rischio di mercato; il primo legato alla controparte finanziata ed il secondo al contesto in cui opera;

<sup>32</sup> E anche se lo fosse, com'è noto, non esiste una *world police*.

2. tali rischi devono essere identificati e pesati, e quindi coperti da un capitale sufficiente allo scopo (quello che la Banca d'Italia ha chiamato "capitale di vigilanza");
3. il tutto si estrinseca imponendo alle banche l'obbligo di accantonare una riserva liquida pari ad almeno l'8% dei capitali raccolti (quindi, avendo a disposizione un capitale pari a 100 la banca ne può prestare solo 92);
4. tutto quanto sopra detto è solo il riconoscimento di pratiche già diffuse nel mondo bancario; la vera novità di Basilea 1 è quella di introdurre il concetto di ponderazione dei prestiti concessi, che può consentire alle banche di prestare più del 92% del capitale a loro disposizione:
  - a. si sommano le varie tipologie di prestito (allora classificati in mutui ipotecari su immobili residenziali, tutti gli altri prestiti a soggetti privati, prestiti ad altre banche, prestiti allo Stato) solo dopo averle premoltiplicate per un coefficiente appositamente stabilito (0.5 per i mutui suddetti, 1 per gli altri prestiti privati, 0.2 per i prestiti ad altre banche e 0 per i prestiti allo Stato);
  - b. il risultato fornisce la base di calcolo della riserva 8%;
  - c. quindi, dato il capitale che la banca ha a disposizione, più ne presta a categorie con coefficiente basso e tanto più ne può prestare, con estremo inferiore di 92 se tutto il denaro viene prestato a privati ma senza la copertura del mutuo con ipoteca residenziale (riserva pari a  $0,08 \cdot 100 = 8$ ), ed un estremo superiore pari al 100% se tutto il denaro viene prestato allo Stato (questi, avendo un coefficiente di ponderazione pari a 0, implicava una riserva pari a  $0,08 \cdot 0 = 0$ ).

Quanto sopra fu successivamente criticato, per un motivo essenziale: il rischio non veniva valutato nella sua dinamica temporale, ma in modo statico. Alla metà degli anni '90 tali critiche spinsero il Comitato a pensare di revisionare il primo accordo, con un accordo (Basilea 2) che si concretizzò tra il 2001 ed il 2003, e la cui data di pratica attivazione è stata spostata in più riprese fino al 2007.

I punti cardine di Basilea 2 sono i famosi "tre pilastri":

1. Primo Pilastro. Il primo pilastro concerne i requisiti patrimoniali che le banche devono possedere in relazione ai rischi subiti. Si occupa sostanzialmente dei metodi di quantificazione delle varie tipologie di rischio e di mitigazione degli stessi. Tra tali tipologie viene aggiunto il rischio operativo, derivante dall'ineadeguatezza delle procedure interne della banca o da errori del personale della stessa. È questo il Pilastro di diretto interesse per il presente studio, e che verrà successivamente dettagliato, soprattutto nelle sue implicazioni per le imprese.
2. Secondo Pilastro. Il Comitato considera il controllo prudenziale un complemento essenziale dei requisiti patrimoniali minimi e della disciplina di mercato. Mira ad assicurare che in ogni banca operino adeguati procedimenti interni



per valutare l'adeguatezza del proprio patrimonio, sulla base di una misurazione accurata dei rischi cui essa è esposta. Le Autorità di Vigilanza sono deputate al controllo della correttezza delle procedure adottate dalle aziende bancarie inerenti la valutazione dell'adeguatezza del patrimonio in rapporto ai rischi assunti ed alle interrelazioni esistenti tra le diverse tipologie di rischio. Il Comitato ha individuato quattro principi chiave per il controllo prudenziale, che integrano le molteplici linee guida in materia di vigilanza elaborate e pubblicate dal Comitato stesso:

- a. le banche dovrebbero disporre di un procedimento per determinare l'adeguatezza patrimoniale complessiva in rapporto al proprio profilo di rischio e di una strategia per il mantenimento dei livelli patrimoniali;
  - b. le autorità di vigilanza dovrebbero verificare e valutare il procedimento interno di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche e la connessa strategia, nonché la loro capacità di monitorare e assicurare la conformità con i requisiti patrimoniali obbligatori; le autorità di vigilanza dovrebbero adottare appropriate misure prudenziali qualora non fossero soddisfatte dei risultati di tale processo;
  - c. le autorità di vigilanza dovrebbero attendersi che le banche operino con una dotazione patrimoniale superiore ai coefficienti minimi obbligatori e dovrebbero avere la facoltà di richiedere alle banche di detenere un patrimonio superiore al minimo regolamentare;
  - d. le autorità di vigilanza dovrebbero cercare di intervenire in una fase precoce per evitare che il patrimonio di una determinata banca scenda al disotto dei livelli compatibili con il suo profilo di rischio e dovrebbero esigere pronte misure correttive se la dotazione di patrimonio non è mantenuta o ripristinata.
3. Terzo Pilastro. Si occupa della trasparenza che il sistema bancario deve assumere verso i terzi. La disciplina di mercato della banca va intesa quale strumento idoneo a rafforzare la regolamentazione del patrimonio e le altre misure di vigilanza che perseguono l'obiettivo comune di migliorare la solidità e la sicurezza dell'intero sistema. Il Comitato ha elaborato una serie di specifici requisiti qualitativi e quantitativi in materia di informativa esterna concernenti quattro aree fondamentali: ambito di applicazione, composizione del patrimonio, procedimenti di valutazione e gestione dei rischi, adeguatezza patrimoniale. Dal momento che le metodologie impiegate possono influire in modo significativo sulla determinazione dei requisiti patrimoniali, il Comitato ritiene che un'informativa esauriente sia importante al fine di assicurare che gli operatori del mercato comprendano la relazione fra il profilo di rischio e la dotazione di capitale di una banca e, di conseguenza, la sua solidità finanziaria. Per queste ragioni, il Comitato ritiene che talune delle sue proposte in materia di informativa esterna vadano considerate come requisiti, il cui rispetto è in certi casi condizione necessaria per l'approvazione da parte delle autorità di vigilanza dell'utilizzo

delle stesse metodologie interne. Così come previsto per altri requisiti minimi stabiliti nel quadro del Primo Pilastro, una banca che non ottemperi a questi criteri di trasparenza su base continuativa non sarà ammessa a beneficiare di tali trattamenti patrimoniali; il Comitato prevede misure sanzionatorie in caso di loro inosservanza.

### A.2.1 Il Primo Pilastro di Basilea 2

Concentrando l'attenzione sul Primo Pilastro, Basilea 2 si articola nel modo seguente:

- non cambia il concetto di patrimonio di vigilanza;
- non cambia la percentuale di riserva liquida pari all'8%;
- si modificano i coefficienti di ponderazione;
- si specificano le procedure di calcolo e di mitigazione del rischio.

Al fine di migliorare la sensibilità al rischio, il Comitato propone diverse opzioni per la misurazione sia del rischio di credito, il cui sistema di analisi è basato su valutazioni automatiche e parametri oggettivi che consentono ai metodi di controllo di risultare più sensibili ai rischi effettivi di ciascun impiego. Relativamente al rischio di credito è necessario precisare che il Comitato ha individuato tre opzioni per la sua determinazione: il metodo Standard, il metodo IRB di base ed il metodo IRB avanzato.

#### Standardised Approach

È essenzialmente una versione riveduta del metodo per la determinazione del rischio di credito previsto dall'Accordo del 1988, in base al quale vengono assegnati alle varie attività coefficienti di ponderazione commisurati al rischio. Al fine di migliorare la sensibilità al rischio di tale metodo, le ponderazioni vengono basate su valutazioni esterne della qualità creditizia. Ciò significa che il peso attribuito al rischio di credito deriva dalla qualità del giudizio di rating espresso da agenzie specializzate nella valutazione del merito creditizio della clientela affidata. Rispetto alla precedente versione, il Comitato ha modificato il trattamento delle esposizioni bancarie verso determinati soggetti.

Inoltre, per ampliare il trattamento preferenziale dei crediti bancari a breve termine, l'Accordo prevede l'applicazione di una ponderazione ridotta alle esposizioni interbancarie a breve termine, a condizione che esse siano denominate e finanziate nella moneta locale. Tale previsione mira ad assicurare un'adeguata liquidità del mercato in questione ed a favorire la parità concorrenziale fra le banche nazionali e quelle estere sui mercati locali.

Un'ulteriore modifica concerne le esposizioni verso banche e imprese con valutazione esterna del merito creditizio superiore a quella attribuita allo Stato di appartenenza, alle quali potrà ora applicarsi una ponderazione preferenziale, comunque non inferiore a 0.2.

Il Comitato ha voluto altresì migliorare la sensibilità al rischio delle ponderazioni assegnate alle esposizioni bancarie verso le imprese. È stata aggiunta una classe di rischio del 50%, e si è proceduto ad una riformulazione delle ponderazioni applicate alle imprese di più bassa qualità creditizia.

Il Comitato chiarisce inoltre che la ponderazione del 100% per le esposizioni bancarie verso imprese prive di rating rappresenta una soglia minima. Le autorità di vigilanza sono incoraggiate infatti a maggiorare questa ponderazione standard qualora ciò sia giustificato dal tasso di insolvenza medio rilevato nella propria giurisdizione.

L'Accordo prevede una classe di ponderazione del 150%; sono allocate in questa classe le attività non garantite e in mora da oltre 90 giorni, al netto degli accantonamenti specifici. Il Comitato ha inoltre preso maggiormente in considerazione la possibilità di introdurre classi di rischio più elevate. Le autorità di vigilanza nazionali possono decidere di applicare una ponderazione pari o superiore al 150% alle esposizioni per le quali la volatilità delle perdite connesse con il rischio di credito è sensibilmente superiore a quella delle esposizioni con ponderazione più bassa.

### Internal Rating Foundation Approach

Il secondo metodo è denominato “metodo IRB di base” e si fonda sulla valutazione autonoma che ciascuna banca predispone, al proprio interno e senza l'ausilio delle agenzie di rating, attraverso l'impiego di strumenti matematico/statistici, delle sue esposizioni con distinta regolamentazione degli impieghi al dettaglio, dei finanziamenti di progetto e delle partecipazioni. In particolare, Basilea 2 individua uno specifico processo per la capacità di stimare internamente alcuni parametri necessari per la valutazione del cliente, quali la probabilità di insolvenza (*probability of default, PD*), la perdita effettivamente subita in caso di insolvenza (*loss given default, LGD*) e l'esposizione economica attesa al momento del default (*expected at default, EAD*). Secondo questo approccio, sarà preoccupazione della banca determinare solo la *probability of default*, mentre gli altri due parametri sono forniti dalle autorità di vigilanza.

Per ciascuna classe di prestito vi sono da considerare tre elementi importanti: i fattori generatori di rischio, per i quali l'azienda bancaria è libera di utilizzare parametri prudenziali standard ma anche stime da essa formulate, la presenza di un livello minimale di requisiti che rendono efficace l'utilizzo di un sistema IRB e, infine, un criterio di ponderazione del rischio in grado di convertire i singoli ele-

menti che generano rischio in coefficienti da utilizzare per il calcolo delle attività ponderate per il rischio.

Le banche pertanto hanno la facoltà di dotarsi di un sistema di rating interno che rispetti alcuni requisiti minimi in termini di affidabilità e di obiettività nella stima delle varie componenti di rischio, con particolare attenzione alla presunta capacità di rimborso del debito, alla quale fa seguito il calcolo della probabilità di insolvenza che si fonda sulla media storica delle insolvenze dei debitori ai quali sono stati attribuiti gli stessi giudizi di rating e sulla stima dell'entità della perdita in caso di default.

### Internal Rating Advanced Approach

Il Comitato ha proposto anche una variante al metodo precedente che prevede maggiore analiticità nella valutazione del rischio di credito. La principale differenza rispetto al metodo di base è relativa all'estensione della valutazione alla stima dell'entità della perdita al momento in cui dovesse manifestarsi l'insolvenza. La banca dovrà determinare internamente non solo la *probability of default*, ma anche la percentuale di perdita al momento del manifestarsi dell'insolvenza (*loss given default*), come pure l'ammontare dell'esposizione al verificarsi dell'evento (*exposure of default*).

L'utilizzo del modello IRB avanzato dovrebbe offrire alle banche una valutazione del rischio di credito molto più sistematica e, quindi, più prossima a quella che potrebbe essere la realtà futura, anche se nel nostro Paese sembrano essere ancora poco numerose le aziende bancarie in grado di produrre analisi prospettiche affidabili per il calcolo della *loss given default*.

Dal momento che esistono differenze nella distribuzione delle perdite di un portafoglio a seconda della dimensione del soggetto debitore, oltre che della forma tecnica del credito, il Comitato ha proposto metodologie parzialmente diverse per i portafogli *corporate* e *retail*; tra questi ultimi rientrano gli impieghi alle tipiche PMI italiane.

V'è subito da dire che Basilea 2 ha reso obbligatorio l'IRB avanzato per il portafoglio *retail*, cioè quello in cui verrebbero classificate molte delle cooperative oggetto di studio. Le principali differenze nel trattamento prudenziale del portafoglio *retail* rispetto al *corporate* sono le seguenti:

- la PD e la LGD possono essere calcolate separatamente, oppure si consente la stima diretta della Expected Loss (EL);
- i coefficienti prudenziali individuati sulla scorta della PD sono meno penalizzanti rispetto al comparto *corporate*;
- vi rientrano le PMI che hanno una dimensione ridotta ed il cui ammontare del finanziamento rientra in specifici valori soglia;

- i dati interni devono rappresentare la principale fonte di informazione per la stima della caratteristica della perdita.

### A.3 L'impatto sulle imprese

Ma tutto quanto finora rilevato, che effetto pratico avrà nell'accesso al credito bancario? Si deve considerare un fatto decisivo: se è innegabile che Basilea 2 impone restrizioni alle banche e non direttamente alle imprese, è altrettanto vero che le prime rifletteranno sulle seconde i dettami dell'Accordo. Il processo logico che sottende a questo scenario è il seguente:

1. la banca, come qualsiasi impresa, massimizza i propri guadagni sia tramite l'effetto prezzo (costo di ciò che vende), sia mediante l'effetto quantità (quanto vende);
2. Basilea 2 si esprime in modo diretto sull'effetto quantità: la banca potrà prestare tanto più denaro, e quindi, a parità di prezzo (costo del denaro), incrementare i propri guadagni, quanto più il soggetto affidato è sicuro;
3. da ciò consegue il rischio concreto di una sorta di selezione darwiniana tra i prenditori di denaro, o più tecnicamente, il rischio di una selezione secondo la pura e fredda logica di portafoglio (escludere l'azienda peggiore del lotto a favore di un'altra solo marginalmente migliore).

#### A.3.1 Il rapporto con la banca

Le innovazioni introdotte dal nuovo Accordo di Basilea apporteranno anzitutto sostanziali cambiamenti nel rapporto tra le banche e le imprese, con particolare riferimento a quelle di medio-piccole dimensioni.

La riforma ha rimarcato un orientamento che le autorità di vigilanza avevano già avviato: una rivisitazione della determinazione del patrimonio delle banche utile a supportare i rischi di credito, condizionata soprattutto dalla qualità oltre che dalla quantità delle esposizioni.

Ad un primo esame, le innovazioni apportate dalla riforma non sempre appaiono particolarmente positive per le imprese.

In linea teorica, i presupposti sui quali si fonda il nuovo Accordo sono condivisibili: è positiva anzitutto una regolamentazione che prevede un sostanziale adeguamento del patrimonio delle banche finalizzato ad assorbire gli effetti negativi che dovessero verificarsi a seguito della manifestazione di perdite su crediti di notevole dimensione, così come l'introduzione di nuovi e più moderni criteri per il calcolo del rischio di credito da parte delle banche rappresenta una innovazione quanto mai opportuna.

Il nuovo approccio, tuttavia, con le metodologie di valutazione del rischio di credito, soprattutto con riferimento ai prenditori che non hanno acquisito un giudizio di rating da agenzie specializzate, necessita di una organizzazione interna ed esterna alla banca ben articolata ed abbastanza complessa; la banca deve dotarsi di risorse umane che, oltre alle ovvie competenze in materia finanziaria, abbiano la capacità di valutare la *business idea* calata nel contesto economico di specifico riferimento ed anche con riferimento alle prospettive future.

Relativamente alle componenti esterne, è utile sottolineare che la banca, per svolgere la sua attività istruttoria, ha bisogno di ricevere un notevole flusso di informazioni dalle aziende che richiedono gli affidamenti, informazioni che siano reali, trasparenti e tempestive.

Tali informazioni devono essere fornite non solo all'inizio del rapporto ma in maniera abbastanza continuativa in funzione della durata e della forma tecnica della linea di credito accordata.

A tal riguardo, va considerato anche il livello qualitativo e la certezza delle informazioni rilevabili dai bilanci ufficiali che, alcune volte, sono redatti nel rispetto delle disposizioni civilistiche e fiscali vigenti, ma perseguono obiettivi non sempre in sintonia con i postulati di veridicità e realtà dei valori in essi rilevati.

Atteso che, spesso, il livello di trasparenza dei documenti contabili e la capacità di offrire un costante flusso di informazioni di buon livello qualitativo sono proporzionali alla dimensione dell'impresa, ne consegue che le micro e le piccole aziende saranno quelle che sopporteranno i maggiori oneri di tale ristrutturazione organizzativa e culturale.

L'estensione geografica nella quale si applicherà il nuovo Accordo è inoltre molto ampia. In tale ambito vi sono aree diversamente sviluppate sotto il profilo economico, a volte anche all'interno della stessa Regione; vi sono, poi, realtà aziendali molto diverse tra loro per dimensione, settore di attività, numero di dipendenti, forma giuridica, struttura e composizione del patrimonio, ecc. o che sono in una fase diversa della loro vita (start-up, sviluppo, maturità, declino-ristrutturazione). Nel caso in cui si considerino, per la valutazione del rischio di credito, soltanto alcuni elementi, senza tener conto, ad esempio, della diversità dei singoli contesti economici nei quali le aziende operano, si correrebbe il rischio che un'applicazione asettica della riforma faccia mancare il necessario supporto creditizio alle aziende appartenenti alla fascia più debole, le quali, nel breve volgere di qualche tempo, potrebbero trovarsi in condizioni di difficoltà irreversibili.

Altro problema è costituito dalla bassa diffusione del rating e dalla relativa onerosità dell'acquisizione di tale giudizio da parte di una agenzia specializzata.

Nel caso in cui le banche preferissero, come appare probabile, erogare credito ad imprese che hanno una bassa ponderazione di rischio, esse limiterebbero, di conseguenza, gli impieghi alla clientela priva di giudizi di rating o con giudizi non molto positivi.

Nella migliore delle ipotesi, se ciò non dovesse accadere o se tale strategia venisse adottata soltanto da una parte delle banche, certamente le aziende di credito che fossero disponibili ad effettuare, nei limiti del possibile, impieghi anche ad imprese prive di giudizio di rating esterno o con un giudizio non molto brillante, potrebbero far lievitare il costo del denaro, in quanto avrebbero una concorrenza di gran lunga inferiore rispetto ad oggi e, di conseguenza, acquisirebbero un potere contrattuale schiacciante nei confronti di tali imprese che, loro malgrado, verrebbero considerate clientela marginale dal sistema bancario e finanziario.

### A.3.2 Le conseguenze pratiche

Il futuro delle PMI sarà caratterizzato dalla gestione di rapporti di credito piuttosto diversi da quelli attuali, contraddistinti da realtà bancarie sempre più concentrate e quindi in progressivo scollamento dagli specifici contesti locali. Questa tendenza subirà un'inevitabile accelerazione non appena troveranno pratica applicazione le prescrizioni di Basilea 2. Come già appare chiaro, l'evoluzione in corso è foriera sia di "luci" che di "ombre". Gli accordi di Basilea 2 porteranno all'introduzione di tecniche di valutazione e gestione dei rischi molto più stringenti di quelle ora in uso, spogliando la procedura di affidamento dai connotati soggettivi a favore di quelli oggettivi.

La funzione informativa per la preselezione delle domande di affidamento richiede un potenziamento della professionalità del personale impiegato oltre alla disponibilità di supporti tecnologicamente avanzati, affinché la banca sia in grado di gestire efficacemente una pluralità di rapporti con aziende, istituzioni finanziarie ed enti esterni. Si sta facendo riferimento alle necessaria qualità della risposta che banche di media e piccola dimensione devono dare ad un sistema che tende a diventare sempre più uniforme e spersonalizzato nell'approccio alle PMI.

La piccola e media impresa non può non tener conto di questo scenario. Sono da percorrere soluzioni, anche concertate con la banca stessa, per essere considerati solvibili in un ambiente sempre più standardizzato, al fine di godere di nuove opportunità in un sistema che invece soffrirà di alcune vischiosità e ritardi nell'adeguarsi alle prescrizioni degli accordi di Basilea 2.

Più nel dettaglio, l'applicazione di un rating (esterno [fornito da agenzie specializzate] o interno [autonomamente calcolato dalla banca]) avrà una serie di importanti conseguenze:

1. Un effetto-quantità, che si estrinsecherà in una maggiore o minore disponibilità di credito, fino all'estremo inferiore di disponibilità nulla; ciò è una diretta conseguenza del processo logico descritto in premessa a questo paragrafo (*portfolio selection*). Le banche lo applicheranno verosimilmente sulla base di una griglia parallela al rating, che abbinerà a ciascuna classe di rating un determinato *range* di denaro prestabile.

2. Un effetto-prezzo, che consisterà nel vedersi attribuire un costo del denaro che non è più, come ora, sostanzialmente omogeneo a quello delle altre imprese, ma differenziato e articolato in base al proprio profilo di rischio: a maggior rischio corrisponderà maggior costo.
3. Un effetto-trasparenza, che costringerà le imprese a rivelare maggiori dettagli sulla bontà delle prospettive del business aziendale, oltre all'adozione perlomeno di uno pseudo sistema contabile idoneo allo scopo.

Mentre non è dato sapere, almeno per ora, i processi mediante i quali le banche definiranno gli abbinamenti tra rating e quantità di credito, è invece possibile prefigurare le metodologie che saranno applicate per l'effetto-prezzo, poiché molto discusse nella letteratura economica. Quelle a disposizione sono teoricamente molteplici, ma si ritiene che le più probabili siano:

1. il metodo CAPM (*capital asset pricing model*);
2. il metodo RAROC (*risk adjusted return on capital*).

Entrambe si fondano sul principio che il costo del denaro sarà pari a quello altrimenti guadagnabile dalla banca senza correre alcun rischio (il cosiddetto tasso *risk free*), normalmente rappresentato dal tasso ottenibile sui titoli pubblici o sui prestiti effettuati ad altre banche, cui si deve aggiungere un premio al rischio, nella constatazione banale che il prestito ad un soggetto che non è lo Stato o un'altra banca non è esente da rischi.

Finito di stampare nel mese di Marzo 2008  
presso THINK ADV  
Via Levà, 32 - 35026 Conselve (PD)  
Tel. 049.9514070 - fax 049.9500912  
e-mail: info@thinkadv.it