

Parapaponzi, ponzi, ponzi...

Ovvero la finanza “allegra” in farmacia. La celebre tripartizione delle categorie di operatori, che rappresentano altrettante fasi di andamento del mercato, applicata al nostro settore

DI MARCELLO TARABUSI E GIOVANNI TROMBETTA
STUDIO GUANDALINI, BOLOGNA

Il titolo di questo articolo potrebbe far pensare ai cori goliardici da osteria; vogliamo invece trattare un argomento estremamente serio, anche se lo facciamo, ovviamente, a modo nostro.

Hyman Minsky è un economista statunitense, nato a Chicago nel 1919 e deceduto nel 1996; la sua ipotesi sull'instabilità (che risale agli anni Settanta) viene regolarmente rispolverata ogni qualvolta a fasi prolungate di mercato *bull* (toro) segue l'inevitabile raffreddamento dei prezzi e il passaggio al mercato *bear* (orso). Il nocciolo delle tesi di Minsky è che nei periodi di stabilità, specie se prolungati, i soggetti debitori abbassano la percezione del rischio e si indebitano sempre di più. Tanto più lungo è il periodo di stabilità, tanto esponenzialmente maggiori i rischi che gli operatori assumono, fino a quando arriva il momento in cui il flusso di cassa generato dai loro investimenti non è

più in grado di far fronte ai debiti contratti. Per “*Minsky moment*” si intende il momento in cui arriva il punto di crisi nella fiducia sulla rimborsabilità dei debiti del sistema economico.

Chiediamo al cortese lettore la pazienza di sopportare questa lunga divagazione, con la promessa che sarà ripagato quando ricondurremo il filo del discorso alle nostre amate farmacie.

I MODELLI DI MINSKY

La parte più interessante per il nostro argomento è la celeberrima tripartizione delle categorie di operatori, che rappresentano altrettante fasi di andamento del mercato finanziario:

◆ debitore “*hedge*” (“coperto”, “protetto”): chi investe le somme ricevute a credito in operazioni che generano flussi di cassa sufficienti a pagare regolarmente gli interessi e a rimborsare il capitale alle scadenze programmate. Se si preferisce, si può dire che una posizione

“*hedge*” è quella in cui il livello di indebitamento è mantenuto sotto controllo, perché prima di contrarre nuovi debiti ci si assicura che sia possibile rimborsarli; ◆ debitore “*speculative*” (“speculativo”): chi innalza il livello del proprio indebitamento sino al punto in cui si pone nella condizione di riuscire a pagare gli interessi, ma non di rimborsare il capitale presto a prestito. Ciò spinge a dovere rinegoziare la scadenza del debito: o allungando i periodi di ammortamento (ristrutturazione), oppure accendendo nuovi finanziamenti alla scadenza (rifiinanziamento). Lo “speculativo” è quindi esposto al rischio di insolvenza (incapacità di pagare il proprio debito) se non riesce a rifinanziare/ristrutturare la propria posizione debitoria. In questa situazione vengono spesso a trovarsi anche imprese sane, quando sono all'inizio del proprio ciclo di investimento e specie dopo un'acquisizione d'azienda con pagamento dell'avviamento: i nuo-





vi investimenti infatti spesso richiedono tempo prima di poter generare redditi netti positivi, superiori cioè al “servizio” del debito (per “*debt servicing*” si intende il pagamento degli interessi);

◆ debitore “*Ponzi*” (così designato con riferimento allo “schema Ponzi” di truffa finanziaria, reso celebre da Charles Ponzi all’inizio del secolo scorso e sperimentato da molti altri, da ultimo Bernard Madoff). Detto anche “ultraspeculatore”, perché è un operatore che contrae debiti per investimenti il cui rendimento netto non è sufficiente nemmeno a pagare gli interessi. Apparentemente la logica “Ponzi” è fallimentare: chi, se non un pazzo o un truffatore, assumerebbe un debito che non può ripagare? Il debito “Ponzi” è infatti destinato a crescere esponenzialmente, perché alla scadenza di ogni rata interessi il debitore deve accendere nuovi finanziamenti per pagare gli interessi scaduti, che a loro volta generano nuo-

vo debito, e così via. In realtà si tratta di uno schema più ricorrente di quel che si creda: accade spesso quando qualcuno acquista a debito un bene (azioni, immobili, aziende), che spera di poter rivendere dopo breve termine a un prezzo molto maggiorato, recuperando così tutto il debito accumulato e realizzando un “*capital gain*”. Dalla classificazione che precede si ricavano poi tre modelli di finanza, applicabili all’economia nel suo complesso o a un settore in particolare: “*Hedge finance*”, “*Speculative finance*”, “*Ponzi finance*”, a seconda che prevalga la presenza dell’uno o dell’altro tipo di investitori.

La tesi di Minsky è che, specie in periodi prolungati di benessere, gli operatori annebbiati dalla lunga serie positiva perdano consapevolezza dei rischi e scivolino lentamente da una fase all’altra, fino a che, quando la bolla della “*Ponzi finance*” esplose, arriva il “*Minsky moment*”.

VI RICORDA QUALCUNO?

Va poi detto che, anche in assenza di comportamenti “euforici”, il singolo operatore e/o il sistema nel complesso possono scivolare da una situazione “coperta” a una “speculativa”, o da questa a una posizione “Ponzi”, se si verificano una crescita inattesa dei tassi d’interesse oppure un inatteso rallentamento della crescita economica (del sistema, o anche della singola impresa): se crescono gli interessi e/o calano i redditi operativi, ovviamente diventa più difficile pagare le rate alla scadenza. Pertanto, il grado di fragilità finanziario di un sistema economico è definito dall’importanza assunta dalle posizioni di “*Speculative finance*”: tanti più operatori in questa condizione vi sono, tanto più facile che anche un piccolo *shock* di tasso e/o di crescita determini una crisi.

A questo punto l’inevitabile domanda: vi ricorda qualcuno? Chissà perché a noi vengono in mente le farmacie.

Intendiamoci: il sistema delle farmacie è ancora sano, nel suo complesso, e la stragrande maggioranza dei farmacisti ha amministrato responsabilmente le proprie farmacie.

Negli ultimi anni, però, l’andamento euforico dei valori d’avviamento e, soprattutto, l’eccessivo ricorso all’indebitamento allegro hanno creato qualche incrinatura nel sistema.

Vediamo un esempio. Immaginiamo una farmacia con un fatturato di 1 milione di euro e un *cash flow* operativo di 110 mila euro. In altre parole, in condizioni di normalità e senza indebitamento, questa ipotetica farmacia, una volta pagate tutte le spese correnti, genera ogni anno 110 mila euro di liquidità che il titolare può prelevare (tralasciamo la variabile fiscale per non complicare l’esempio).

Supponiamo che la farmacia venga trasferita a un altro farmacista. La tabella a pagina 60 mostra tre ipotesi di acquisto: la prima con un indebitamento pari all’80 per cento del volume d’affari, la seconda pari al 180 per cento e la terza pari al 250 per cento.

Abbiamo “battezzato” i tre casi con la classificazione di Minsky: la farmacia



LA CLASSIFICAZIONE DI MINSKY APPLICATA ALLA FARMACIA

	Farmacia "Hedge"	Farmacia "Speculativa"	Farmacia "Ponzi"
Fatturato	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00
Cash flow	110.000,00	110.000,00	110.000,00
Debito	800.000,00	1.800.000,00	2.500.000,00
Rata interessi	- 40.000,00	- 90.000,00	- 125.000,00
Rata capitale	- 44.444,44	- 100.000,00	- 138.888,89
Totale flussi uscita	- 84.444,44	- 190.000,00	- 263.888,89
Cash flow netto	25.555,56	- 80.000,00	- 153.888,89

"hedge" può ripagare rata capitale (rimborso a quote costanti in 18 anni) e interessi (abbiamo ipotizzato un tasso medio del 5 per cento, un po' sopra gli attuali valori di mercato ma verosimile nel medio periodo), e mantenere anche una residua redditività che consente al titolare di prelevare circa 25.000 euro. Nel secondo caso ("speculativa") osserviamo che gli interessi vengono pagati, ma che ogni anno la rata capitale non è rimborsabile se non in minima parte: questo significa che il titolare dovrà alternativamente allungare la durata del prestito, oppure pagare la rata capitale attingendo ad altri finanziamenti. Ad esempio addebitandola su un conto corrente affidato: in questo modo diminuisce di 100 mila euro il debito del mutuo, ma siccome il *cash flow* genera solo 20.000 euro impiegabili, aumenta di 80.000 euro il debito bancario a breve termine. In alternativa, il farmacista potrebbe ricorrere ad altre fonti di finanziamento: dilazione dei fornitori o *factoring*.

Quale che sia la scelta, avremo comunque una situazione in cui la massa di debito non si riduce; inoltre l'indebitamento a breve e/o con i fornitori è più difficilmente controllabile e, soprattutto, è generalmente più oneroso.

In sintesi: il debito diminuisce di solo 20.000 euro all'anno (non 100 come previsto dal piano di ammortamento): quindi il rimborso avverrà in tempi molto più lunghi, 90 anni invece che 18.

Nel terzo caso, quello della farmacia "Ponzi", vediamo che addirittura i flussi di cassa operativi non coprono nem-

meno gli interessi: il debito in linea capitale non è più stabile, come nel caso precedente, ma addirittura aumenta ogni anno di 15.000 euro, che a propria volta generano interessi. Detto brutalmente: la farmacia è destinata a saltare. Allora perché molte farmacie sono state acquistate negli ultimi anni con metodo "Ponzi", grazie anche alla malaccorta generosità con cui a volte è stato concesso credito? La spiegazione è semplice: se il farmacista e chi lo finanzia (e magari il professionista che lo assiste) si aspettano che il valore della farmacia cresca nel tempo, possono essere indotti a contrarre debiti "di tipo Ponzi" contando sul fatto che, dopo pochi anni, la stessa farmacia sarà rivenduta per un prezzo superiore al debito cumulato, e quindi che l'investimento si ripagherà abbondantemente grazie a questo *capital gain*.

ZIO PAPERONE INSEGNA

Simili aspettative, in passato, sono state alimentate da un lungo periodo di fatturati crescenti dalla metà degli anni Novanta a poco tempo fa, nonché dall'esponenziale crescita dei moltiplicatori di vendita delle farmacie. Se compro a 100 quello che oggi fattura 100, ma che domani conto fatturi 150 e io possa rivendere a 300, è ovvio che non mi pongo troppi problemi nel contrarre debiti. Oggi purtroppo però accade che i fatturati sono stazionari, la redditività è pregiudicata dalla crescita dei costi operativi (personale, utenze, servizi, imposte eccetera) e si profilano scenari di ulteriore contrazione, sia per effetto

di nuove norme (tagli di spesa, riforma dei margini, liberalizzazioni eccetera), sia per la maggior pressione concorrenziale sul mercato che per definizione comprime i margini di profitto. Senza contare l'innalzamento dei tassi del 2008, che ha depresso il conto economico di molte farmacie.

Abbiamo già detto che simili fattori di *shock* possono portare a "saltare" da una categoria all'altra: la farmacia "coperta" può passare a posizione "speculativa", quella che lo è già può scivolare nel "Ponzi". Non vogliamo con questo dire che si avvicina il *Minsky moment* delle farmacie, che restano aziende per lo più sane e con una redditività quanto meno accettabile.

Tuttavia, esistono altre due variabili che i modelli economici non pesano: la prima è che il farmacista non "vede" il debito con i fornitori e quindi, in presenza di dilazioni troppo "allegre" (e ve ne sono), tende a sottostimare l'indebitamento totale. La seconda, collegata, è che il titolare non ha una chiara e tempestiva percezione della sua situazione e dei cambiamenti in atto, per cui tende a replicare nel tempo i modelli passati, anche nell'atteggiamento di prelievo dai conti della farmacia.

Supponiamo che, nel nostro esempio, il titolare fosse abituato a prelevare 80.000 euro all'anno: se questa abitudine non viene modificata dopo l'insorgere dell'indebitamento, avremo che gradualmente la farmacia, anche se "coperta", scivolerà fino a una posizione "Ponzi", anche senza effetti esterni sulla redditività; se poi tali effetti vi fossero, come in questo momento sta accadendo, il peggioramento sarà tanto più rapido quanto più lento sarà il titolare a modificare le proprie abitudini.

All'inizio del 2009 avevamo lanciato, tramite Federfarma Servizi, un segnale di allerta soprattutto sul controllo dei debiti di fornitura: i mesi autunnali ci diranno se - come speriamo - l'avvertimento è stato raccolto o se, invece, le farmacie hanno continuato a comperare "a piangere" dai grossisti.

Per chi non lo sapesse, l'espressione è di Zio Paperone: «Quando si compra a credito, poi il debitore non paga, e il creditore piange».