


L'insostenibile leggerezza di FICO

 bebee.com/producer/@roberto-a-foglietta/l-insostenibile-leggerezza-di-fico



Published on March 24, 2018 on LinkedIn

[Read in English by Google Translate](#)

Introduzione

Nell'**articolo precedente** si è data una *narrativa a posteriori* di quella che avrebbe dovuto essere un'analisi SWOT (1960s, Albert Humphrey) del business model di FICO prima che esso fosse proposto agli investitori ovvero le valutazioni qualitative di opportunità anche in funzione del principio di equilibrio della domanda dell'offerta (1890).

Si ritiene propedeutica alla comprensione di questo articolo la lettura di quest'altro:

Finanza, concetti base.

In questo articolo, invece, si andrà a fare un'analisi macro-economica del business plan ricostruito secondo le informazioni trapelate in pubblico. Purtroppo anche sotto questo aspetto si raggiungerà, anzi si consolideranno, le stesse conclusioni qualitative espresse nel **precedente articolo** ma con un taglio più quantitativo.

FICO é l'acronimo di Fabbrica Italiana COntadina che nelle aspettative di chi lo ha realizzato avrebbe dovuto essere un parco agroalimentare a chilometro zero, la casa del gusto e l'apoteosi del made in Italy nel settore del food & beverage.

Vogliamo capire di più riguardo a FICO?

1st, follow the money

Cominciamo da questo primo punto, partendo dal quadro generale per andare nello specifico.

La concessione del credito

Qui di seguito si riporta uno stralcio dell'articolo intitolato "**Gli incerti confini della concessione abusiva del credito**" dell'avv. Massimo Bondioni pubblicato su Diritto Bancario il 21 marzo 2018:

[...]

L'allargamento dei confini della responsabilità civile fa i conti con un'accelerazione crescente della richiesta di risarcimento, oggi più estesa di un tempo.

Anche la fattispecie in esame fa parte di queste nuove tendenze risarcitorie, tanto che per certi aspetti ha sostituito l'azione revocatoria fallimentare ora notevolmente circoscritta per effetto delle limitazioni legislative.

È una forma di responsabilizzazione nella concessione del credito che a parere dello scrivente può generare responsabilità da parte dell'istituto a determinate condizioni.

Se da un lato non va dimenticato che il sostegno alle imprese rappresenta una funzione essenziale per il Paese, dall'altro l'artificiale permanenza sul mercato di un'impresa insolvente genera sicuramente un danno.

[...]

In sintesi, si riconosce l'importanza economica e sociale della concessione del credito ad imprese meritorie e per sostenere quelle in difficoltà finanziaria temporanea, si riconosce che in questa valutazione di merito vi possano essere degli elementi intrinseci di rischio e anche di responsabilità ma riguardo a quest'ultimi i criteri di determinazione della responsabilità in capo all'erogazione del credito appare piuttosto incerta sia in termini normativi, sia in termini giurisprudenziali.

Perciò risulterebbe complesso e probabilmente inutile determinare le modalità di concessione di credito a FICO perciò passiamo a identificare gli investitori.

Gli investitori di FICO

Questa informazione può essere reperita in un articolo intitolato "**Concessione del credito al fondo PAI per il progetto FICO**" pubblicato dal Il Sole 24, l'11 novembre 2017, di cui si riporta un breve stralcio:

[...] *l'investimento complessivo del comprato A del fondo Pai al termine dei lavori per la realizzazione del progetto si attesta a circa 165 milioni di euro [...]*

A regime, quindi dal terzo anno, per FICO si stima un fatturato annuo tra 85 e 90 milioni con un numero di visitatori di circa 6 milioni l'anno. Il rendimento atteso è al 6 per cento.

Valutazione dell'investimento

Dai fondamentali della finanza abbiamo appurato che l'orizzonte temporale di un investimento è un vincolo strutturale sia per poterlo valutare, sia pianificare. Perciò andiamo a stimare questo vincolo riguardo a FICO.

Il vincolo temporale

Dal terzo anno si stimano 90 milioni l'anno di fatturato per 6 milioni di visitatori (€15 a testa, in media) con un rendimento atteso del 6% quindi 5.4 milioni di euro e supponiamo che sia un rendimento netto ovvero dopo la tassazione.

Per recuperare l'intero capitale investito occorrerebbero 30.6 anni + 3 iniziali di avvio dell'impresa. Perciò il business plan sarà stato redatto su un orizzonte temporale di almeno 35 anni affinché siano inclusi anche i costi di {ammortamento, riparazione, rinnovo e aggiornamento delle strutture}. Questi saranno definiti "*costi di mantenimento della struttura*" nel proseguo.

Al momento, il tasso di rendimento dei BTP decennali è circa il 2%, esattamente lo 1.8% che si dovrebbe considerare quale tasso base a rischio quasi nullo. Ma il 2% è anche il tasso di inflazione programmato in EU-27 quindi il rendimento minimo per il mantenimento del valore del capitale.

Il piano d'investimento

Se facciamo $1.02^{35} = 2$ quindi investendo su obbligazioni garantite in 35 anni si raddoppia il capitale ma il valore si mantiene invariato perché nel frattempo è intervenuta l'inflazione.

Con FICO, ad esempio, si investe 40 milioni l'anno per i primi tre anni e poi 45 milioni nei successivi 30 anni per i /costi di mantenimento della struttura/ che avendo un valore iniziale di 120 milioni a causa dell'inflazione si prevede sarà valutata 240 milioni dopo 35 anni. Inoltre in questo periodo si saranno raccolti 173 milioni di utili che per semplicità del confronto si suppone saranno progressivamente investiti in BTP per un valore futuro di 260 milioni. Totale 500 milioni.

L'investimento in FICO attualizzato é di circa $40 \times 3 + 20 = 140$ milioni che in BTP diventano dopo 35 anni 280 milioni. Perciò se si vendesse FICO al 35° anno per almeno 20 milioni, esso avrebbe generato un rendimento identico a quello garantito dai BTP. Descritto in questo modo appare un buon investimento.

Però il rischio su FICO non é paragonabile a quello dei BTP perciò un investitore occupato vorrebbe un rendimento del 6% – non sul fatturato – ma sull'intero investimento. Quindi $1.06^{35} = 7.69$ per l'investimento attualizzato $7.69 \times 140 = 1.077$ quindi un miliardo e 77 milioni.

Le previsioni di fatturato

Ora, il fatturato di FICO ci si aspetta sia almeno 80 milioni l'anno (dopo il terzo anno) inoltre per l'inflazione al 35° anno il fatturato sarà di 160 milioni per effetto del rincaro dei prezzi. Perciò parte da 80 milioni al terzo anno e arriverà a 160 milioni, per effetto dell'inflazione, al 35°.

Considerando una media di 120 milioni l'anno di fatturato, quello totale sarà di 4 miliardi:

$$120 \times 32 + 60 + 40 + 20 = 3.960$$

Per avere un rendimento annuo del capitale investito del 6% occorre che il venduto abbia un margine del $1077 / 3960 = 27\%$ per FICO, cioè oltre il margine del negoziante, cioè oltre il margine del fornitore e del negoziante, cioè oltretutto.

Supponiamo che in FICO siano tutti dipendenti e che i loro stipendi siano già contabilizzati nel business plan, allora significa che un prodotto che viene fornito al cliente ad un costo complessivo di €3 dovrà essere venduto al cliente almeno ad un prezzo di €4. Questo margine è del 25% che corrisponde a un 33% di ricarico.

Si noti bene, però, che "fornito a €3" significa incluso di tutti i costi: quello del personale, energia, pubblicità, affitti, riparazioni, ammortamenti, struttura, etc.

Ora, il problema é che FICO é una struttura grande quindi con grandi costi fissi rispetto al numero dei visitatori. Perciò, che sia frequentato da un solo visitatore o da 30 mila visitatori, il costo medio giornaliero di FICO é lo stesso.

L'affluenza è un fondamentale

Perciò l'affluenza in FICO é la metrica suprema perché se ci sono metà dei visitatori previsti significa che per essere sostenibile ognuno di loro dovrà spendere una media di €30 euro invece che una media di €15.

Questo spiega la politica dei prezzi che in FICO sono stati ritenuti eccessivi. Perché in fase di avvio la spesa media per visitatore dovrà essere doppia e fra 35° continuerà a essere doppia per via dell'inflazione.

In pratica chi frequenta FICO oggi ci si aspetta che spenda come se fossimo nel 2050, in termini di inflazione. In questo senso FICO é il futuro ma le regole di marketing vorrebbero che all'inizio dell'impresa fossero anche i prezzi convenienti ad attirare i visitatori/clienti e poi, consolidata la presenza, i prezzi salissero più dell'inflazione.

Dall'articolo precedente abbiamo appurato, in termini di bacino di clientela e affluenza, quanto segue.

FICO ha bisogno di 6 milioni di visitatori l'anno che a Bologna sono da attrarre su un bacino di utenti di 12.5 milioni cioè residenti in Emilia Romagna + i transiti all'aeroporto di Bologna.

Con un bacino di utenza di 200 milioni, nell'area metropolitana di Londra, attrarne 6 milioni significa servire il 3% ma a Bologna significa servire il 50% dei potenziali clienti.

Bisognerebbe che in Emilia Romagna il buon cibo e il buon bere italiano fosse più raro e/o costoso di 16 volte rispetto a Londra per avere un fattore di attività che compensi il bacino potenziale. Invece è l'opposto: a Bologna, e più in generale in Italia, l'offerta di FICO è ridondante.

Il business model e l'analisi SWOT

Questi due elementi sono stati l'oggetto del **precedente articolo** ma vale la pena riportarne una brevissima sintesi anche qui.

Il problema di FICO non é il business plan ma il business model ovvero l'analisi complessiva dell'investimento cade proprio su quei due principi che sono gli elementi cardine dell'articolo a questo post: analisi SWOT ed equilibrio della domanda/offerta.

In buona sostanza, vendere ghiaccioli agli eskimesi non può essere un buon affare.

Visitatori stranieri in FICO

Su questo punto ci affidiamo ai dati forniti all'opinione pubblica da una testata molto ottimista nei confronti di FICO per due ragioni:

1. non vogliamo cadere nella trappola pessimismo di chi critica tutto e tutti per partito preso;
2. se l'investimento non ci convince nemmeno con un outlook positivo, è superfluo valutare quello pessimista.

Da Il Resto Del Carlino in questi articoli:

13.02.2018 – FICO, 750mila visitatori nei primi tre mesi, nelle prime 11 settimane. [Quindi dai 10 agli 8 mila visitatori al giorno, in media]. Gli stranieri sono l'8%.

18.03.2018 – Fico supera il milione di visitatori nei primi quattro mesi. «E l'estate porterà gli stranieri». Cosa ne emerge? «Che di questo milione di visitatori, l'8% proviene dall'estero, il 52% da fuori città e il 56% è venuto a Bologna per noi».

Riorganizzando i dati:

visitatori stranieri 8% oltre quelli da fuori Bologna 52% = 60%;

quindi, almeno, il 40% viene da Bologna cioè 400 mila;

la città Bologna ha 389 mila abitanti, la provincia 944, la regione 4.5 milioni;

l'aeroporto di Bologna ha 8 milioni di transiti all'anno.

In sintesi, si conclude che i visitatori stranieri in FICO sono equivalenti al 3% dei transiti all'anno dell'aeroporto di Bolona. In assoluto sono 240mila/anno a cui potremmo aggiungere un boom estivo di poco superiore al resto dell'anno per arrivare alla stima rotonda di 500mila/anno.

Affluenza necessaria e realtà

Ottimisticamente la percentuale di stranieri in FICO sarà del 10÷12% ma, considerando lo scopo di promozione dell'agroalimentare made in Italy, ci si aspetterebbe che le percentuali fossero inverse: al 10% italiani (operatori del settore) e al 90% stranieri.

Perciò per soddisfare il business plan di FICO a Bologna occorrerebbe che tutti gli italiani (56 milioni) da 0 a 99 anni visitassero FICO almeno una volta ogni 10 anni spendendo presso FICO almeno €15 a testa in media, per i prossimi 30 anni, allora:

5.6 milioni d'italiani + 0.5 milioni di turisti = 6.1 milioni / anno

Concludendo, non solo FICO vende ghiaccioli agli eskimesi ma gli eskimesi sono anche pochi rispetto ai costi fissi di FICO.

Il rapporto di FICO con Eataly

Per abbattere i costi fissi occorrerebbe che si eliminasse la parte relativa al farming cioè quelli relativi alla produzione agroalimentare ma allora diventerebbe un grande Eataly in mezzo al nulla. D'altronde se Eataly se ne andasse da FICO, perderebbe un punto vendita e la visibilità datagli da FICO ma anche FICO perderebbe la visibilità fornita da Eataly.

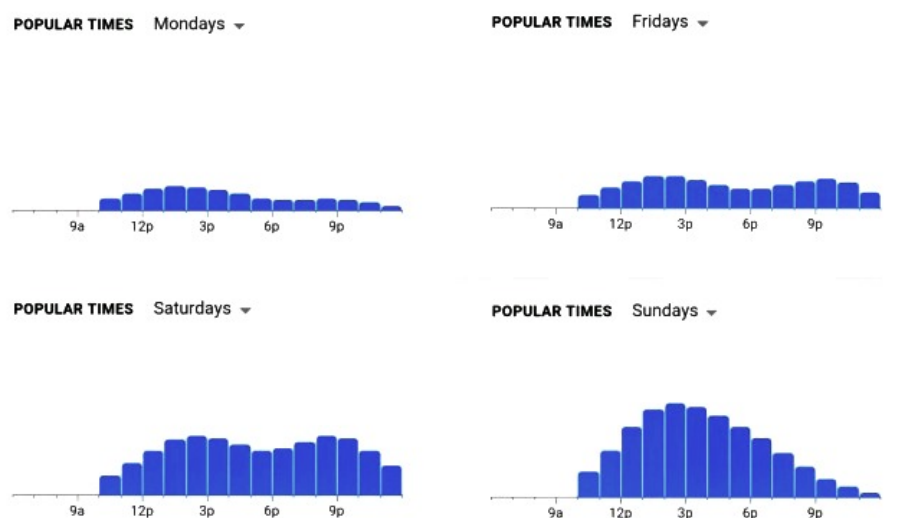
Insomma il piano era che nei punti vendita di Eataly sparsi nel mondo, il loro personale, sapesse convincere gli stranieri a imbarcarsi su un aereo, volare a Londra (o un qualsiasi altro hub aeroportuale internazionale), prendere un altro aereo e volare a Roma e poi visitare Bologna.

Ma a questo punto di repliche di FICO fra il check-in e l'imbarco ne avrebbero visitato almeno una all'andata e forse un'altra al ritorno creando il triplo effetto déjà-vu.

Perché passeggiare per l'expo/sales di FICO é un'esperienza paragonabile a destreggiarsi nel centro commerciale che quasi tutti gli aeroporti internazionali mettono fra il check-in e il terminal partenze e molti anche fra il terminal arrivi e l'uscita.

Anche il punto vendita Eataly in FICO, al momento appare sovradimensionato. Infatti, lo stesso Farinetti citato in un articolo de **Il Corriere di Bologna** ammette: «È un luogo molto weekendaro. Se non ci sono 6-7 mila persone, ma 4 mila, sembra vuoto. È normale, è un posto molto grande, siamo preparati».

L'affluenza e il rendimento di FICO



Ora, osservando la frequentazione di FICO su Google e confrontandole con il virgolettato sopra si può dire che FICO appaia vuoto, quindi sovradimensionato, tutta la settimana eccetto nel week-end. Ma allora, nei primi giorni della settimana dovrebbe apparire molto vuoto.

Con una stima ad occhio, si può dire che FICO abbia nel weekend tanti visitatori quanti nel resto della settimana. É una stima che risulta corretta quando Il Resto Del Carlino scrive che FICO nel suo complesso viene visitato dal 52% di persone che vengono da fuori Bologna e supponendo che questo avvenga nel week-end.

Perciò mantenendo queste proporzioni:

2.6 milioni di italiani equivalente a ogni italiano una volta ogni 20 anni;

2.6 milioni di Bolognesi equivalente a ogni bolognese una volta ogni 8 settimane;

240 mila stranieri equivalente al 3% del transiti dall'aeroporto di Bologna;

260 mila stranieri equivalente ad un ulteriore 3% di transiti dedicati di coloro che andranno a Bologna apposta per FICO [*] ovvero un incremento del traffico aeroportuale di Bologna.

In conclusione, da questa segmentazione dei visitatori di FICO, che OGNI italiano visiti FICO nell'arco di 20 anni é ottimistico ma possibile, che FICO possa attirare anche un milione di stranieri l'anno é ottimistico ma possibile, che OGNI bolognese visiti FICO una volta ogni due mesi per i prossimi 30 anni, non è ragionevole pensarlo nemmeno con una buona dose di ottimismo.

Perciò, superato il boom della novità e superato il boom estivo, le presenze andranno a flettersi sulla metà di quelle attese e necessarie per sostenere il business plan di FICO.

Questo significa che, nella migliore delle ipotesi, FICO renderà quanto un BTP con scadenza trentennale sempre che tutto vada bene e cioè non fallisca nel frattempo.

[*] Metà dei visitatori di FICO sarebbero andati a Bologna apposta per visitare FICO, secondo quanto scritto da intitolato "**Farinetti: a FICO errori gravi ma ci rifaremo**" pubblicato da Il Corriere di Bologna il 22 dicembre 2017, e si suppone, in assenza di dati più precisi, che ciò sia vero anche per gli stranieri (stima).

Il business plan: Bologna non è Londra

Se si vuole essere severi ma giusti c'è anche un errore macroscopico nel business plan abbastanza evidente da identificare.

Nel mondo ci sono 7 miliardi di persone e per sostenere FICO occorre che lo 0.1% di esse frequenti FICO almeno una volta l'anno per i prossimi 35 anni.

Già, ma le persone che hanno la disponibilità economica per affrontare il viaggio sono solo un miliardo, quindi sette volte meno. Infatti 8% stranieri moltiplicato sette fa 56% di visitatori che vengono da fuori Bologna.

Oppure, detto in altre parole, del 56% delle presenze che vengono da fuori l'area metropolitana bolognese solo un settimo è straniero perché la probabilità che visitino FICO dipende dal costo del viaggio. Perciò, facendo i conti della serva, manca $56\% - 8\% = 48\%$ dei visitatori attesi.

Ovvero FICO è sovrastrutturato di almeno un fattore due ma soprattutto Bologna non è Londra e non lo diventerà perché ci hanno messo FICO.

Sostenibilità finanziaria e rendimento

Vale la pena notare il fatto che la sostenibilità economica non significa sostenibilità finanziaria perché un'impresa economicamente conveniente in un dato periodo di tempo T può risultare finanziariamente insostenibile in un qualsiasi momento t dentro a T per via dei flussi di cassa.

Più è lungo T più è probabile che l'evento negativo del flusso di cassa insufficiente si manifesti. A questo punto è fondamentale valutare l'esistenza di una exit-strategy ma se per sua natura un investimento ha un vincolo temporale pari a T, la exit strategy è il fallimento.

Ovviamente, per valutare per la sostenibilità finanziaria occorre avere dati più specifici di quelli che si trovano sulla stampa. Ma quando non si ha la sostenibilità economica quella finanziaria risente almeno dello stesso fattore di inadeguatezza.

Perciò, alla luce di questa analisi, FICO risulta sovrastrutturato di un fattore $2 \times 2 = 4$ quindi l'alternativa al fallimento (exit strategy) è quello di sostenerlo artificialmente con iniezione di capitali. Questo abatterà il rendimento di un altro fattore due, almeno. Più ragionevolmente lo abatterà a zero.

Perciò FICO è un'investimento a valore nominale costante equivalente conto corrente a tasso zero e a spese zero ma con un vincolo di capitale trentennale e un rischio d'impresa tipica di quelle che si definirebbero collaterali ovvero imprese che si fanno perché sono collaterali, complementari o necessarie ad un'impresa più grande ma che di per se stessa la collaterale non ha una redditività che ne giustifichi l'esistenza.

Per meglio comprendere i fattori di rischio di un impresa vale la pena approfondire il concetto di rischio residuale che è stato introdotto nell'articolo "**finanza, concetti base**" ed affrontato più approfittantemente in altro articolo "**l'usura e il rischio residuale**" in rapporto a un tema molto delicato ma estraneo a questo contesto.

Conclusione

In conclusione si può riassumere, anche in considerazione del **precedente articolo**, che:

- 1 - l'analisi SWOT sia inficiata da interessi camapanilistici e questo violi un principio economico assodato da almeno un secolo;
- 2 - il business plan sia degno di un A+ in MBA ma non conregna i fattori di rischio imprenditoriale perciò tutta la struttura costi risulta sovradimensionata di un fattore due;

3 - unendo i due punti precedenti si ottiene che il rendimento dell'investimento non è economicamente interessante;

4 - data la natura trentennale dell'investimento la probabilità di un evento che renda l'impresa finanziariamente insostenibile non è stata correttamente computata nei fattori di rischio imprenditoriale;

5 - il vincolo temporale trentennale preclude una exit strategy alternativa al fallimento e il piano di finanziamenti appare in linea con quanto detto al punto precedente.

Perciò con tanta fatica e una buona dose di fortuna l'investimento renderà lo stesso valore nominale capitale iniziale ma a 35 anni dallo start-up che, in uno scenario di inflazione stabile al 2%, equivalente ad aver perso metà del valore del capitale iniziale e ogni altra opportunità di business che avrebbe potuto essere altrimenti finanziata.

Executive Summary

In sintesi si può dire che l'intero business plan abbia un approccio computazionale formalmente corretto a meno di un fattore due per l'analisi SWOT campanilistica che quindi ne inficia il business model.

Il piano di finanziamento rispetto al rendimento non include il risk & opportunity management tipica delle imprese di lungo periodo quali le assicurazioni e i fondi pensione per almeno un altro fattore due.

Non è stata prevista una exit strategy alternativa al fallimento quindi è un investimento vincolato.

Pertanto, il rendimento atteso è da considerarsi nullo, pari al mero mantenimento del valore nominale soggetto alla svalutazione inflazionistica, ma il rischio connesso è quello di un'impresa collaterale.

Articoli collegati

[Quella gran patacca di FICO](#) (21 marzo 2018, IT)

[Finanza, concetti base](#) (23 marzo 2018, IT)

[L'usura e l'aumento del rischio residuale](#) (27 marzo 2018, IT)