



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

"Piani d'Investimento e di Risanamento: aspetti tecnici ed analisi di casi"

RELATORE:

CH.MO PROF. Boesso Giacomo

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Giacomo B.", positioned below the name of the supervisor.

LAUREANDO: Telatin Matteo

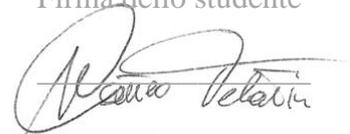
MATRICOLA N. 1183071

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Alvaro Petaric', written over a light grey horizontal line.

Indice

Introduzione	1
Capitolo Primo: Dalla Pianificazione al Piano Industriale	3
1.1 <i>Definire la pianificazione: dal “sentire comune”</i>	4
1.2 <i>Definire la pianificazione: alla dottrina economico aziendale</i>	5
1.3 <i>Considerazioni di natura giuridica circa la pianificazione</i>	7
1.4 <i>Il Piano Industriale: definizione, obiettivi e requisiti</i>	9
1.4.1 <i>Il piano di risanamento</i>	13
1.4.1.1 <i>I contenuti del piano: il quadro generale di partenza</i>	14
1.4.1.2 <i>I contenuti del piano: la strategia generale di risanamento</i>	17
1.4.1.3 <i>I contenuti del piano: l’Action Plan e i dati prospettici</i>	19
1.4.2 <i>Il Piano d’Investimento</i>	20
1.4.2.1 <i>I contenuti del Piano: la strategia realizzata</i>	21
1.4.2.2 <i>I contenuti del Piano: le intenzioni strategiche</i>	23
1.4.2.3 <i>I contenuti del piano: l’Action Plan e i dati prospettici</i>	25
Capitolo Secondo: L’analisi degli aspetti comuni	27
2.1 <i>Executive Summary</i>	27
2.2 <i>Descrizione della strategia realizzata</i>	29
2.2.1 <i>Inquadramento generale della società</i>	30
2.2.2 <i>Descrizione delle attività</i>	31
2.2.2.1 <i>La descrizione del prodotto</i>	32
2.2.2.2 <i>La descrizione dei principali processi e funzioni operative</i>	35
2.2.2.3 <i>La descrizione delle strutture</i>	37
2.2.2.4 <i>L’organizzazione attuale</i>	39
2.2.3 <i>Mercato di riferimento e contesto competitivo</i>	40
2.3 <i>I risultati ottenuti</i>	47
2.4 <i>Considerazioni Conclusive</i>	57
Capitolo Terzo: Analisi degli aspetti di specificità	62
3.1 <i>Il Piano di Risanamento</i>	62
3.1.1 <i>La Diagnosi della Crisi</i>	62
3.1.2 <i>La strategia di risanamento</i>	68
3.1.3 <i>I Dati Prospettici</i>	76
3.1.4 <i>Considerazione Conclusive</i>	78
3.2 <i>Il Piano d’investimento</i>	80
3.2.1 <i>Intenzioni strategiche</i>	80
3.2.1.1 <i>Generali sviluppi del settore di appartenenza</i>	81
3.2.1.2 <i>Descrizione del Progetto d’Investimento</i>	83
3.2.1.3 <i>Esplicitazione del vantaggio competitivo conseguibile</i>	84

3.2.2 <i>Action Plan</i>	85
3.2.3 <i>I dati prospettici</i>	92
3.2.4 <i>Considerazione conclusive</i>	95
Capitolo Quarto: Analisi degli scostamenti	98
4.1 <i>Considerazioni conclusive</i>	107
Conclusioni	110
Allegato 1:	115
Allegato 2:	116
Bibliografia e Sitografia	117
Ringraziamenti	119

Indice delle figure

Figura 1. Fonte: Elaborazione dell'autore	11
Figura 2. Fonte: Elaborazione dell'autore	12
Figura 3. Fonte: Elaborazione dell'autore	14
Figura 4. Fonte: Elaborazione dell'autore	17
Figura 5: La Matrice di Ansoff	18
Figura 6: STEP Analysis	24
Figura 7. Fonte: Borsa Italiana, Il piano Industriale, pag. 22, Milano 2003	25
Figura 8: La Catena del Valore di Porter	35
Figura 9. Fonte: Piano d'Investimento della società	41
Figura 10: EBITDA Margin di Alfa e competitors. Fonte: piano d'investimento presentato dalla società.....	49
Figura 11: EBITDA Margin	49
Figura 12: Composizione/andamento Ricavi Gamma, rielaborato dal piano della società.....	64
Figura 13: Margine industriale Epsilon, rielaborato dal piano della società.....	64
Figura 14: Esposizione debitoria Zeta, rielaborato dal piano della società.....	65
Figura 15: Ebit/Ricavi Sigma, rielaborato dal piano della società	69
Figura 16: Investimenti Gamma, rielaborato dal piano della società.....	71
Figura 17: Ricavi "New" Zeta, rielaborato dal piano della società.....	72
Figura 18: Debito fiscale e comunale Zeta, rielaborato dal piano della società.....	73
Figura 19: dati in /000 euro.....	73
Figura 20: Ricavi totali di Alfa, rielaborato dal piano della società.....	87
Figura 21: Incidenza costi diretti di Alfa, rielaborato dal piano della società.....	87
Figura 22: Ammortamenti Alfa, rielaborato dal piano della società	87
Figura 23: Ricavi totali Beta, rielaborato dal piano della società.....	88
Figura 24: Incidenza costo del personale Beta, rielaborato dal piano della società	89
Figura 25: Investimenti Beta, rielaborato dal piano della società	89
Figura 26: Incidenza costi Delta, rielaborato dal piano della società.....	90
Figura 27: Ricavi totali di Delta, rielaborato dal piano della società	90
Figura 28: Ebitda margin Delta, rielaborato dal piano della società	90
Figura 29: Incidenza costi Delta1, rielaborato dal piano della società.....	91

Indice delle tabelle

Tabella 1: Executive Summary, risultati ottenuti.....	28
Tabella 2: Inquadramento generale della società, risultati ottenuti.....	30
Tabella 3: Descrizione del Prodotto/Servizio, risultati ottenuti	34
Tabella 4: Principali Processi e Funzioni Operative, risultati ottenuti	37
Tabella 5: Descrizione delle Strutture, risultati ottenuti.....	38
Tabella 6: Organizzazione Attuale, risultati ottenuti.....	40
Tabella 7: Mercato di riferimento e contesto competitivo, risultati ottenuti	46
Tabella 8: Dati storici di Alfa, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società	49
Tabella 9: Dati storici di Delta, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società	50
Tabella 10: Dati storici di Gamma, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società	51
Tabella 11: Dati storici di Epsilon, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società	53

Tabella 12: Dati storici di Zeta, estrapolato dal piano presentato dalla società	54
Tabella 13: Dati storici di Eta, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società	55
Tabella 14: Risultati complessivi (Aspetti comuni)	57
Tabella 15: Risultati complessivi (Piani di risanamento in assenza di Sigma)	59
Tabella 16: Risultati conseguiti, ordinati in modo crescente	60
Tabella 17: Risultati test di Wilcoxon-Mann-Whitney	60
Tabella 18: precedenze.....	60
Tabella 19: Diagnosi della Crisi, punteggi.....	63
Tabella 20: Valore e costi variabili di produzione Eta, rielaborato dal piano della società	66
Tabella 21: Diagnosi della crisi, risultati ottenuti	67
Tabella 22: Diagnosi della crisi, risultati ottenuti in ipotesi di inserimento in una procedura giudiziale di risanamento	67
Tabella 23: Strategia di risanamento, punteggi.....	69
Tabella 24: Investimenti Sigma, rielaborato dal piano della società.....	70
Tabella 25: Ricavi Gamma, rielaborato dal piano della società.....	70
Tabella 26: Incidenza costi sul valore della produzione Eta, rielaborato dal piano della società	73
Tabella 27: Strategia di risanamento, risultati ottenuti.....	75
Tabella 28: conteggio azioni di risanamento.....	75
Tabella 29: Dati prospettici, risultati ottenuti.....	77
Tabella 30: Risultati complessivi (aspetti di specificità dei Piani di Risanamento).....	78
Tabella 31: Risultati complessivi in ipotesi di inserimento in una procedura giudiziale di risanamento (aspetti di specificità dei Piani di Risanamento)	79
Tabella 32: Intenzioni strategiche, punteggi	81
Tabella 33: Costo del progetto di Alfa, rielaborato dal piano della società	83
Tabella 34: Costi del progetto di Delta, rielaborato dal piano della società.....	84
Tabella 35: Intenzioni strategiche, risultati ottenuti	85
Tabella 36: Action Plan, punteggi.....	86
Tabella 37: FCF to debt Alfa, rielaborato dal piano della società.....	88
Tabella 38: FCF to debt Beta, rielaborato dal piano della società.....	89
Tabella 39: FCF to debt Delta rielaborato dal piano della società	91
Tabella 40: Action Plan, risultati ottenuti	91
Tabella 41: Dati prospettici, punteggi.....	93
Tabella 42: Dati prospettici, risultati ottenuti.....	94
Tabella 43: Risultati complessivi (aspetti di specificità dei Piani di Investimento).....	95
Tabella 44: Modalità di finanziamento	96
Tabella 45: Analisi degli scostamenti, punteggi	99
Tabella 46: Scostamenti Alfa (anno n+1)	100
Tabella 47: Scostamenti Beta (anno n+2)	101
Tabella 48: Scostamenti Delta (anno n+1).....	102
Tabella 49: Scostamenti Delta1 (anno n+1).....	102
Tabella 50: Scostamenti Sigma (anno n+3)	103
Tabella 51: Scostamenti Gamma (anno n+2).....	104
Tabella 52: Scostamenti Epsilon (anno n+1)	105
Tabella 53: Scostamenti Zeta (anno n+1)	105
Tabella 54: Scostamenti Eta (anno n+2)	106
Tabella 55: Analisi degli scostamenti, risultati ottenuti	107
Tabella 56: Risultati conseguiti per area	108
Tabella 57: Scostamenti elevati positivamente-Ricavi	108
Tabella 58: Risultati Complessivi	110

Tabella 59: Risultati Complessivi ordinati secondo il punteggio conseguito	112
--	-----

Introduzione

Prima di entrare nel merito della trattazione è necessario spendere qualche riga per introdurre il tema del seguente contributo il cui scopo è quello di mettere in luce l'enorme importanza che la pianificazione ha a livello imprenditoriale. Più nello specifico tale elaborato vuole indagare dettagliatamente i contenuti dell'output del processo di pianificazione, vale a dire il piano industriale. Come si avrà modo di leggere, il piano industriale è uno strumento particolarmente duttile poiché esso si presta a diversi contesti gestionali. Redigere un piano, infatti, è utile, se non addirittura necessario, non solo in sede di avvio di una nuova attività ma anche in ipotesi di rilancio o risanamento della formula imprenditoriale. In particolare, ci si è concentrati sui piani di investimento e di risanamento al fine di delineare, sulla scorta della letteratura presa come guida¹ un modello, cercando inoltre di fornire, laddove possibile, degli strumenti che possano essere utili anche nella prassi operativa. Successivamente, sulla base del presente modello si sono esaminati dei casi concreti² al fine di trovare eventuali correlazioni o peculiarità. In sostanza, si vogliono esaminare i risvolti pratici di quanto appreso dalla letteratura e cioè se nella prassi operativa tali linee guida siano o meno seguite da quei soggetti chiamati alla redazione dei piani oppure, in caso contrario, quali siano le motivazioni correlate a questa mancanza di aderenza. La trattazione è stata divisa in quattro capitoli.

Nel primo capitolo si è analizzato sinteticamente il contenuto che i piani devono (necessariamente) avere cercando di evidenziare gli elementi comuni e di differenza tra le due tipologie considerate. In particolare, per quanto riguarda i piani di investimento si è presentato ciò che è contenuto nelle linee guida di Borsa Italiana mentre per i piani di risanamento quanto contenuto nei principi di redazione dei piani di risanamento stilati dall'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Tali analisi sono state necessarie per definire gli elementi che accomunano (vale a dire l'executive summary, la descrizione della strategia realizzata e i risultati ottenuti) e quelli che differenziano (intenzioni strategiche, action plan e dati prospettici per i piani di investimento; diagnosi della crisi, strategia di risanamento e dati prospettici per i piani di risanamento) i piani di risanamento e di investimento.

Nel corso del secondo e del terzo capitolo una volta delineati tali contenuti, si è proceduto ad analizzare dei piani "reali" redatti da società del territorio della provincia di Padova. In particolare, per ogni sezione formante il piano (così come pensato dalle linee guida) è stato

¹ Per i piani di risanamento: Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma, 2017.

Per i piani di investimento: Borsa Italiana, *Guida al Piano Industriale*, Milano, 2003.

² per alcuni dei quali lo stesso scrivente ha avuto modo di collaborare alla loro predisposizione durante il tirocinio formativo

opportunitamente costruito un metodo valutativo capace di indagare l'aderenza del caso concreto al modello tratteggiato nel corso del primo capitolo. Nel secondo capitolo si sono analizzati gli aspetti comuni che hanno messo in luce una migliore aderenza dei piani di risanamento rispetto a quelli di investimento. Nel terzo capitolo, invece, si sono analizzati gli aspetti di specificità di ciascuna tipologia di piano, mostrando peraltro una certa attitudine dei casi concreti ad ottenere punteggi sistematicamente più alti rispetto alle sezioni inglobate negli aspetti comuni.

Nel quarto capitolo, infine, si è saggiato il modello costruito confrontando i risultati derivanti dalle analisi dei piani delle diverse società, esaminando gli scostamenti tra quanto ipotizzato dal redattore nel piano e i risultati effettivamente conseguiti dalla società, giacché i piani in oggetto sono in essere o conclusi.

Per quanto riguarda i piani va, inoltre, sottolineato che lo scrivente si è attenuto ai soli contenuti dei piani non operando alcuna integrazione.

L'auspicio è che il contributo possa fare chiarezza non solo sulle diverse parti che formano un piano ma anche su cosa un ipotetico lettore si aspetti di leggervi tra le righe.

Capitolo Primo: Dalla Pianificazione al Piano Industriale

“Ignoranti quem portum petat nullus suus ventus est”³

Perché partire da Seneca?

Il valore della citazione riportata all’inizio di questa parte e presa dalle lettere che Seneca scrisse a Lucio, suo amico, è elevato. Elevato perché parla di futuro e visto lo scopo di questo contributo, parlare di futuro è strettamente necessario dal momento che la pianificazione aziendale è a questo che è rivolta.

L’azienda, ma più in generale l’impresa (per non incappare in fraintendimenti semantici) è o per lo meno dovrebbe essere, sempre tesa al futuro poiché è consolidato il fatto che l’oggi è il frutto delle scelte compiute *ieri* in un’ottica di continuo miglioramento, o meglio, di continuo sguardo all’avvenire. Non è un caso, infatti, che siano le imprese più sensibili a questo aspetto ad essere leader di mercato, qualsiasi esso sia. Le imprese “modello” ci raccontano, infatti, che esse sono dotate di una *vision* abbastanza solida da permettere e giustificare la loro presenza nel lungo periodo.

Il futuro che in questa sede non può prescindere dal concetto di innovazione, costituisce un tratto peculiare dell’impresa in salute: l’imprenditore che per qualsiasi ragione abbia smarrito questo è come quel marinaio, per dirla alla Seneca, sempre in attesa di un vento favorevole che, con buona probabilità, non arriverà mai.

D'altronde anche i grandi economisti del passato insegnano che: *“è imprenditore solo se introduce nuove combinazioni – per cui ne perde il carattere, una volta creata l’impresa, se continua ad amministrarla in conformità del flusso circolare – e che è raro, quindi, che qualcuno rimanga sempre imprenditore attraverso i decenni della sua attività”⁴*.

È stata scelta la frase di Seneca come incipit per un altro motivo il quale, in un certo senso, è propedeutico a quanto soprascritto: parla di obiettivi. L’aver un obiettivo è condizione necessaria per essere tesi al futuro poiché, se così non fosse, si rimarrebbe sempre nel territorio delle decisioni procrastinate o, peggio, dell’utopia. Pertanto, per essere orientati al futuro si necessita di avere dei chiari obiettivi e, declinato in ambito aziendalistico, significa avere piena conoscenza e coscienza del perché l’impresa sia presente nel mercato e dove ella sarà in futuro.

³ Traduzione: “nessun vento è favorevole per il marinaio che non sa a quale porto vuol approdare”, Seneca, *Epistulae morales ad Lucilium* (lettera 71, 3;)

⁴ J.A. Shumpeter, *Teoria dello sviluppo economico*, Etas, pag.78

Per questo si è deciso di iniziare da Seneca, perché parla di obiettivi e di futuro che costituiscono due ingredienti indispensabili per gettare le fondamenta di questo lavoro.

Prima di entrare nel vivo della trattazione sul Piano Industriale è necessario definire il campo del sapere entro cui esso si colloca: la pianificazione aziendale.

La letteratura accademica (e non solo) è folta di definizioni circa la pianificazione e tentare di analizzarle una per una oltre che superfluo sarebbe di scarso ausilio; tenteremo quindi un approccio di tipo *Bottom Up*, vale a dire che partendo dal “senso comune” arriveremo, servendoci di una seppur minima ma consistente dottrina, a definire la pianificazione per poi passare al vero e proprio *core business* di questo contributo: il piano di risanamento e il piano d’investimento.

1.1 Definire la pianificazione: dal “senso comune”

Se si chiedesse a qualsiasi persona “non addetta ai lavori” il significato della parola pianificazione risponderebbe sicuramente che la pianificazione è collegata al futuro, in particolare con ciò che si intende fare, fermo restando che il tutto ha bisogno di una precisa organizzazione poiché nulla deve essere lasciato al caso. Pianificare, inoltre, presuppone una serie di ragionamenti, fra loro collegati, utili al raggiungimento di un determinato obiettivo.

Se il significato lo si andasse, invece, a cercare in qualche dizionario della lingua italiana si può facilmente notare che la definizione data non si discosta eccessivamente da quanto soprascritto. Infatti, una delle più note enciclopedie italiane, come la Treccani, riporta la seguente definizione:

pianificazióne s. f. [der. di *pianificare*, ricalcato sull’ingl. *planning*].

1. In senso generico, formulazione di un piano o programma, spec. di carattere economico: *p. aziendale, commerciale; p. dell’attività di ricerca*, ecc. Con sign. specifico e più corrente, il complesso di interventi organici dello stato nell’economia, realizzati sulla base di un piano pluriennale, al fine di stimolare e guidare lo sviluppo della produzione, sia attraverso una rigida regolamentazione di ogni settore della vita economica (già tipica dei paesi socialisti detti appunto *a economia pianificata*), sia attraverso un sistema più flessibile di erogazioni e investimenti pubblici e incentivazioni fiscali e creditizie (frequente nelle cosiddette *economie miste di mercato* dei paesi industrializzati dell’Occidente): *teoria e pratica della p.; tecniche, modelli di p.; p. regionale, nazionale; uffici di pianificazione*. Pur non avendo un sign. sostanzialmente diverso da *programmazione*, il termine è stato usato di preferenza, nella pubblicistica politica ed economica, con riferimento alle economie collettivistiche, riservandosi il

termine *programmazione* per le politiche economiche proposte e attuate nei paesi occidentali.

Quello che emerge dalle definizioni riportate è che la pianificazione debba assolutamente essere supportata da uno schema, da un progetto, da un piano. Insomma, non si può pianificare “a braccio” bensì è necessaria una certa capacità di visione del futuro come anche dei chiari obiettivi, il tutto, infine, deve essere condensato in un piano.

Dopo questa breve rassegna tratta dal “comune sentire”, nel prossimo paragrafo verrà esposto la definizione di pianificazione prendendo spunto dai contributi della dottrina economico aziendale.

1.2 Definire la pianificazione: alla dottrina economico aziendale

Nel suo libro *Sistemi di Pianificazione e controllo: schema di analisi*⁵, Robert N. Anthony, uno dei più importanti e conosciuti autori havardiani della seconda metà del 900, definisce la pianificazione come “*il processo di decisione su gli obiettivi della organizzazione, su i loro cambiamenti, su le risorse da usare per il loro raggiungimento e su le politiche che debbono informare l’acquisizione, l’uso e l’assegnazione di tali risorse*”. Il punto focale della definizione è la formulazione degli obiettivi poiché rappresentano la missione che l’impresa si è proposta. Pianificare è, dunque, secondo Anthony, un processo di enunciazione di tali obiettivi tenendo inevitabilmente conto delle variabili in grado di influenzarli, le quali possono essere provenienti dall’ambiente esterno oppure dall’ambiente interno, come per esempio l’andamento demografico in una determinata area; per tale motivo il processo di pianificazione è strettamente legato a quello di controllo.

Nel definire la pianificazione Melville C. Branch⁶ oltre a ribadire quanto appena visto, poiché “*la pianificazione consiste nella continua formulazione di obiettivi per una entità organizzata e nella guida delle sue attività verso il raggiungimento degli obiettivi formulati*”, aggiunge che essa è un sistema, un “*circolo procedurale di interdipendenze*”, suddiviso in quattro fasi: “*Le sue quattro fasi, obiettivi, piani, integrazione-decisione, conseguenze, danno vita ad un circolo procedurale di interdipendenze*”.

La prima fase è riferita, ancora una volta, alla definizione degli obiettivi, d’altronde per poterli raggiungere è necessario che essi siano prima di tutto formulati e, aggiungendo, condivisi dalla generalità dell’organizzazione.

⁵ ROBERT N. ANTHONY, *Sistemi di pianificazione e controllo: schema di analisi*, Etas Kompass Spa, Milano 1967

⁶ MELVILLE C. BRANCH, *The Corporate Planning Process*, New York, American Management Association, 1962.

La seconda fase è riferita al piano, necessario per concretizzare e formalizzare gli obiettivi di cui sopra; non a caso l'autore vede il piano come una base per misurare la prestazione effettiva rispetto a quanto teorizzato.

Una volta definiti gli obiettivi e formalizzati, è necessario che essi diventino operativi, attraverso la presa di decisioni atte a mettere in pratica il tutto.

L'ultima fase è rappresentata dalle conseguenze giacché la realizzazione degli obiettivi incide sulla gestione, ma più in generale sull'impresa andando così a formare la base per successive formulazioni di obiettivi in un'ottica di processo continuo.

Da questa concezione non si allontana Richard F. Neuschel⁷ in quanto: *“L'attività ordinata e soddisfacente di qualsiasi grande impresa umana, di qualsiasi carattere, richiede che nella sua pianificazione ed esecuzione venga eseguita una sequenza di fasi ben definita. Queste fasi sono: chiara definizione degli obiettivi e dello scopo dell'impresa; sviluppo delle politiche necessarie per il raggiungimento dell'obiettivo; fissazione delle responsabilità, cioè costruzione di una organizzazione logica e flessibile per eseguire il lavoro; scelta di un approccio generale e di un piano d'azione; applicazione di tecniche specializzate al lavoro intrapreso; mantenimento del controllo mediante mezzi capaci di misurare i risultati raggiunti”*. L'importanza degli obiettivi è sottolineata anche dal lavoro di Luigi Brusa⁸, secondo cui la pianificazione è *“il processo con cui si cerca di costruire un certo futuro e di predisporre i mezzi più validi per far sì che esso si realizzi. In altri termini, pianificare (o programmare) significa: 1. stabilire quali obiettivi si vogliono raggiungere in un certo periodo di tempo; 2. predisporre i mezzi per raggiungere tali obiettivi”*.

A questo Giorgio Pellicelli⁹ aggiunge che: *“pianificare significa inserire nell'attività del presente tutti gli elementi del futuro che possono essere predeterminati, tutto ciò in modo che nelle decisioni prese oggi si tenga conto sia delle modificazioni che l'ambiente può verosimilmente portare all'economia dell'impresa, sia di quanto l'impresa pensa di fare nel futuro”*. Pellicelli presenta la pianificazione come un *“pensare al futuro”*, impostando l'impresa stessa in tale ottica. Secondo l'autore è insufficiente, oltreché riduttivo, limitarsi al *“prevedere”* poiché si dà un senso di aleatorietà al piano e alla strategia, è necessario, invece, pensare alle conseguenze delle azioni intraprese, in altre parole, come esse andranno ad incidere sull'ambiente dell'impresa, permettendo di anticipare le mosse dei concorrenti. Questo particolare aspetto sarà di fondamentale importanza nel momento in cui il redattore del piano

⁷ RICHARD F. NEUSCHEL, *Management by System*, seconda edizione New York, McGraw-Hill Book Company, Inc., 1960.

⁸ BRUSA LUIGI, *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè Editore, Milano 2000.

⁹ PELLICELLI GIORGIO, *Strategia e pianificazione delle imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino 1992.

sarà chiamato ad analizzare il settore di riferimento¹⁰. Con la pianificazione, insomma, si dovrebbe modellare la struttura dell'impresa in base ai mutamenti dell'ambiente.

A questo punto dovrebbe essere chiaro che i fattori comuni a questa serie di definizioni, indipendentemente dalla loro fonte, sono, ancora una volta, obiettivi e futuro.

Pertanto, la pianificazione altro non è che un processo teso a enunciare una serie di azioni da compiere sulla base di una chiara comprensione degli obiettivi dell'organizzazione a cui il processo di pianificazione è rivolto.

Questo rappresenta la base di qualsiasi ragionamento sui piani aziendali poiché quest'ultimi, nelle loro molteplici forme, rappresentano l'output di questo processo.

1.3 Considerazioni di natura giuridica circa la pianificazione

Così intesa la pianificazione è un aspetto di fondamentale importanza per l'impresa. Così fondamentale che anche il legislatore lascia trasparire la necessità dell'attività di pianificazione e in particolare del suo output: il piano industriale.

Tale considerazione trova fondamento già nella definizione di imprenditore data dal codice civile. Come risaputo, infatti il legislatore civilistico non definisce l'impresa bensì l'imprenditore e all'articolo 2082 si legge che quest'ultimo è colui il quale “*esercita professionalmente una attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi*”. Il termine che, in questa sede, salta subito all'occhio è “organizzata”; il legislatore definisce l'imprenditore inserendo il requisito dell'organizzazione, chiedendogli cioè che l'attività economica non sia guidata sulla base di mere intuizioni o sensazioni ma, anzi, deve essere pianificata. L'organizzazione diviene così un elemento portante dell'impresa dal momento che l'imprenditore, per essere tale, è chiamato ad organizzare mezzi, capitali e persone per consentire il sano funzionamento dell'impresa stessa e questa mole di entità dovrà essere necessariamente pianificata per non correre il rischio di organizzazioni superficiali del tutto incapaci, volendo generalizzare, di affrontare la serrata concorrenza.

La necessità della pianificazione traspare anche dalla lettura dell'articolo 2381 c.c.; nel disciplinare l'organo amministrativo delle S.p.A., al terzo comma, viene, infatti, stabilito che: “*[il consiglio di amministrazione] sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione*”.

¹⁰ Si veda il paragrafo 1.4.2.2

Inoltre, al quinto comma, “*gli organi delegati [...] riferiscono al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione*”.

Nell’articolo in esame non solo viene fatto esplicito riferimento ai piani strategici, industriali e finanziari obbligando, peraltro, l’organo preposto al loro esame poiché rappresentano una vera e propria comunicazione sociale¹¹ e pertanto foriera di responsabilità, ma viene anche richiesto (in questo caso agli organi delegati) di riferire sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione. È facilmente intuibile che in assenza di un’attenta attività di pianificazione (e controllo), nonché in assenza di un apparato informativo sufficientemente accorto, tale genere di comunicazioni sarebbero del tutto inattendibili, oltre che inutili.

Questa prospettiva di conduzione attenta e precisa del rischio imprenditoriale è stata decisamente rafforzata con l’introduzione del nuovo codice della crisi. Questo intervento legislativo oltre a riformare la disciplina fallimentare ha novellato alcuni articoli di legge. In particolare, secondo il nuovo secondo comma dell’articolo 2086 “*l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*”. Tale dettato normativo conferma, ancora una volta, l’imprescindibilità della pianificazione, tuttavia questa non deve essere intesa come mera attività “burocratica” bensì come esigenza e prerogativa di un *modus operandi* imprenditoriale sano.

È, infatti, evidente la necessità di modelli di pianificazione economico-finanziaria per scongiurare situazioni di crisi; attenzione però: non si tratta di effettuare la sola verifica di indici a consuntivo ma di utilizzare anche strumenti di controllo e programmazione (esempio budget previsionali) monitorando con una certa periodicità l’andamento della gestione tenendo sotto controllo eventuali scostamenti tra preventivo ed effettivo.

Seppur di matrice non legislativa merita un accenno, vista la somiglianza con quanto evidenziato dal legislatore, la recente entrata in vigore del nuovo principio internazionale IFRS 9.

Questo novellato principio riguardante prevalentemente il bilancio delle banche non è tuttavia privo di impatti sulle aziende poiché i soggetti bancari dovranno predisporre tecniche valutative del merito creditizio che non tengano esclusivamente conto dei dati su base storica (*backward*

¹¹ Si veda Cass. Pen. 1/6/1999 n. 6881

looking) ma anche su base previsionale (*forward looking*) facendo, ad esempio, riferimento alla capacità dell'azienda di generare cash flow nel futuro.

Ancora una volta viene riconosciuto, tanto a livello legislativo quanto a livello “dottrinale”, un ruolo centrale all'attività di pianificazione.

A questo punto dovrebbe essere ormai chiaro quanto la propensione a “guardare al futuro” sia non solo accettata e auspicata dagli studi manageriali ma sia anche condivisa in sede legislativa. La pianificazione, dunque, è destinata a diventare, ma già lo dovrebbe essere, uno dei fulcri dell'attività aziendale.

Terminata questa breve rassegna sul significato della pianificazione aziendale ed evinto il suo fondamentale ruolo, entreremo nel vivo dell'elaborato andando a presentare nei suoi tratti più caratteristici l'output del processo di pianificazione: il Piano Industriale.

1.4 Il Piano Industriale: definizione, obiettivi e requisiti

Come si diceva in precedenza l'output formale di tutto il processo di pianificazione è il piano¹². Il piano, inoltre, può essere considerato uno strumento ideale per comunicare agli stakeholder (siano essi creditori o siano essi azionisti, anche se in tal caso sarebbe più corretto parlare di stockholder) l'orientamento strategico di fondo¹³ nonché la sequenza di azioni da implementare e le risorse da impiegare (lavoro e capitale)¹⁴.

In aggiunta, oltre ad essere la fase finale di un processo il piano diviene uno strumento utile anche nella fase di controllo, processo di indiscussa importanza dopo la pianificazione, in quanto permette di far emergere eventuali scostamenti da quanto ci si era prefissato.¹⁵

Volendo definire il piano industriale nella sua generalità appare utile fare riferimento alla definizione data da Borsa Italiana¹⁶, secondo la quale “*il Piano Industriale è il documento che illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi*”.

¹² Il processo di pianificazione, in quanto sistema, può essere organizzato in flussi di input e flussi di output (si veda SATTÀ MASSIMO, *Economia e Strategia aziendale*, Giuffrè Editore, Milano 2001). I primi sono rappresentati dall'analisi dell'ambiente generale, del settore/mercato dell'impresa, dei punti di forza e debolezza (SWOT Analysis), dalla definizione degli obiettivi nonché la formulazione delle strategie. Analizzando e valutando tutte queste variabili si perviene alla costruzione del piano, divenendo così l'output del processo di pianificazione.

¹³ CODA VITTORIO, *L'orientamento strategico di fondo*, Utet – Torino 1988.

¹⁴ ANSOFF H.I., *Corporate Strategy*, McGraw Hill – New York 1965.

¹⁵ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Linee guida alla redazione del business plan*, Roma 2011.

¹⁶ Borsa Italiana, *Guida al Piano Industriale*, Milano, 2003

Sempre in linea generale, inoltre, è possibile individuare almeno sei obiettivi del piano industriale.

Il primo è certamente quello di essere un documento capace di ridurre le asimmetrie informative tra il redattore (ma più in generale l'impresa) e il destinatario del piano che, a seconda delle circostanze, egli può essere il ceto creditorio (si pensi alla fattispecie del piano di risanamento) oppure un eventuale finanziatore (si pensi, in tal caso, ad un business plan relativo ad una start up). Un altro obiettivo e con buona probabilità il più palese, è il fatto che tramite questo documento il management ha la possibilità di definire il modo in cui l'impresa intende accrescere il proprio valore a beneficio degli azionisti.

Un terzo obiettivo del piano è la focalizzazione sulla creazione di valore in ottica di lungo periodo; spesso, infatti, le esigenze di breve se non di brevissimo termine lasciano poco tempo al management per concentrarsi sul *long term*, con la redazione del piano, invece, visto il livello di analiticità richiesto, si creano occasioni che consentono all'amministrazione di sviluppare strategie in grado di creare e/o mantenere il vantaggio competitivo.

Visto il suo contenuto, inoltre, il piano industriale può annoverare tra i suoi obiettivi quello di essere una "guida" in riferimento alle principali scelte operative come per esempio l'entrata in un nuovo mercato, il lancio di un nuovo prodotto oppure il reperimento delle risorse (tecnologiche, finanziarie, umane e organizzative) utili alla messa in atto degli obiettivi strategici.

Il dover esplicitare determinate scelte strategiche all'interno di questo documento, il quale andrà inevitabilmente comunicato ai terzi, obbliga gli amministratori ad essere particolarmente critici circa le loro intuizioni. Il piano ha, dunque, l'obiettivo di consentire la verifica della "qualità" delle idee manageriali, permettendo, tra l'altro, una forte riduzione del rischio.

Infine, il piano industriale, tenendo conto del processo che porta alla sua redazione, è in grado di essere un valido strumento per presentare ed eventualmente difendere le scelte strategiche, anche in vista di una ipotetica quotazione della società.

Sempre secondo Borsa Italiana, inoltre, il piano industriale deve avere dei requisiti minimi. Secondo l'articolo 2.1.2 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. i requisiti indispensabili del piano sono:

- la sostenibilità finanziaria;
- la coerenza;
- l'attendibilità.

Per quanto riguarda la sostenibilità finanziaria, essa riguarda la qualità e la quantità delle fonti di finanziamento di cui il management intende avvalersi per fronteggiare il fabbisogno che la messa in atto della strategia richiede. A tal fine Borsa Italiana sottolinea l'opportunità del fatto

che i cash flow (intesi come la somma di utile netto e ammortamenti) dovrebbero coprire almeno il capitale circolante e gli investimenti netti di sostituzione/mantenimento, mentre, qualora fosse necessario ricorrere a capitale di debito o di rischio, questo dovrebbe fronteggiare totalmente (o parzialmente) gli investimenti necessari alla crescita¹⁷. In riferimento alla possibilità di ricorrere a capitale di debito non va trascurato il fatto che questa opzione deve essere fattibile considerando la capacità di indebitamento nonché del profilo di rischio.

In riferimento alla coerenza, essa è relativa alla dimensione “interna” del piano e si manifesta laddove tutte le componenti (strategia realizzata e situazione di partenza, ipotesi e previsioni economico-finanziarie, Action Plan) siano coerenti da un punto di vista causale; pertanto, le scelte strategiche devono inevitabilmente riflettersi nell’Action Plan e questo deve trovare raffronto nell’andamento dei dati economico-finanziari prospettici. Una seconda dimensione della coerenza riguarda i tempi di realizzazione in riferimento all’Action Plan e alle risorse attualmente disponibili o di cui l’azienda si doterà in futuro. È necessaria infatti un’attenta programmazione al fine di valutare le effettive tempistiche di cui le azioni del piano necessitano, come esemplificato nella tabella sottostante.

Nome attività	Durata	Inizio	Fine	2019	2020	2021	2022	2023
Piano del personale								
<i>Nuovo responsabile officina</i>	1825	01-gen-19	31-dic-23					
<i>Nuovo amministrativo</i>	1094	01-gen-21	31-dic-23					
<i>Amministrativo uscente: sovrapposto al nuovo amministrativo per trasferirgli le conoscenze necessarie</i>	1095	01-gen-19	31-dic-21					
<i>Personale amministrativo uscente</i>	89	01-gen-19	31-mar-19					
Piano Finanziario								
<i>Mutuo di 400.000€</i>	1400	01-mar-20	31-dic-23					
<i>Ricapitalizzazione: 100.000€ dalla proprietà</i>	425	01-gen-19	01-mar-20					

Figura 1. Fonte: Elaborazione dell'autore

Infine, un piano si può definire attendibile se viene costruito sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e i risultati che riporta siano con buona probabilità effettivamente conseguibili. Non a caso, secondo Borsa Italiana le ipotesi alla base del piano vanno attentamente valutate per non inficiarne l’attendibilità. La valutazione delle ipotesi va fatta sulla base delle caratteristiche del contesto competitivo (quali per esempio il trend della domanda, la quota di mercato in possesso dell’impresa, il contesto normativo, sociale e ambientale, le caratteristiche tecnologiche, l’andamento dei bisogni dei consumatori così come i fattori che ne guidano le

¹⁷ È utile sottolineare il fatto che il piano industriale va sempre redatto *pre-money*

scelte di acquisto). Attenzione però: fare riferimento al contesto competitivo non significa dichiarare sistematicamente inattendibile un piano che, per esempio, preveda un notevole, quasi irrealistico, accaparramento delle quote di mercato perché laddove queste ipotesi siano accuratamente dimostrate non ne verrebbe meno l'attendibilità. Nella valutazione delle ipotesi, inoltre, si devono confrontare anche i dati storici: qualora, per esempio, si prevedesse un forte aumento dei ricavi a fronte di un trend storico relativamente costante l'ipotesi alla base della crescita dovrebbe essere sufficientemente dimostrata vista la forte discontinuità con il passato. Le ipotesi, inoltre, vanno valutate tenendo in considerazione la probabilità che i dati previsionali hanno di manifestarsi concretamente; per esempio, ricavi preventivati sulla base di commesse già in portafoglio hanno una probabilità (e quindi un grado di attendibilità) molto più alta rispetto al caso in cui dei ricavi preventivati non esista una tale certezza (come per esempio ipotesi di acquisizioni di nuovi clienti oppure di ingresso in nuovi mercati).

Infine, sempre al fine dell'attendibilità, è di notevole importanza compiere simulazioni su



Figura 2. Fonte: Elaborazione dell'autore

diversi scenari secondo un approccio di tipo *what if*. Infatti, condurre un'analisi di sensitività permette di individuare le principali variabili che più sono capaci di influenzare la creazione di valore nonché testare e verificare gli effetti dei diversi scenari.

Il piano industriale, visti i suoi obiettivi e i suoi requisiti, è uno strumento particolarmente duttile poiché esso si presta a diversi contesti

gestionali. Come mostrato nella figura 2, redigere un piano è utile, se non strettamente necessario, non solo in sede di avvio di una nuova attività (esempio start up) ma anche in ipotesi di rilancio o risanamento della formula imprenditoriale oppure in situazioni di avvio di un nuovo investimento.

Viste le esigenze di sintesi, in questa sede prenderemo in considerazione due contesti gestionali che per la loro generalità possono, in un certo senso, considerarsi “contenitori” di tutti gli altri: risanamento e investimento.

1.4.1 *Il piano di risanamento*

A seguito della riformata disciplina fallimentare il Piano Industriale ha assunto un ruolo particolarmente rilevante in contesti di crisi. In tali contesti, dove è presente un forte squilibrio con conseguente volontà da parte del management di porvi rimedio, il Piano Industriale assume la qualifica di “Piano di risanamento”.

Il principale scopo di quest’ultimo è l’individuazione delle azioni strategiche ed operative in grado di far uscire l’impresa da una situazione di crisi ristabilendo condizioni di equilibrio patrimoniale, economico e finanziario.

“Geograficamente” il piano di risanamento si può collocare entro un percorso disciplinato dalla legge (si pensi ad esempio al concordato preventivo) e allora, in tal caso, necessiterà oltre che della relazione di un professionista che ne attesterà la fattibilità, anche, in alcuni casi, dell’omologa da parte del Tribunale competente. Tuttavia, può collocarsi entro percorsi di risanamento slegati dalla disciplina della crisi d’impresa, si tratterà di casi in cui la crisi non ha un’intensità tale da giustificare il ricorso alle procedure giudiziarie di composizione della crisi. In ogni caso, indipendentemente dalla sua collocazione l’obiettivo del piano in questione non cambia: far convogliare il consenso di tutti gli stakeholder all’azione di risanamento affinché contribuiscano con risorse oppure aderiscano al sacrificio richiesto.

Oltre ai requisiti minimi già evidenziati per il Piano Industriale, al piano di risanamento, visto il suo ambito d’uso, ne vanno aggiunti altri. Anzitutto la tempestività, intesa come la capacità del management di saper scovare in tempo i focolari della crisi al fine di porvi rimedio il prima possibile. Da tempo, infatti, la letteratura internazionale sottolinea la necessità di porre attenzione ai c.d. *segnali deboli* della crisi i quali permettono interventi mirati e cure meno “invasive”. Per essere tempestivi nella redazione e comunicazione del Piano, una condizione necessaria è che l’impresa sia dotata di un apparato amministrativo e contabile idoneo e qui, nuovamente, il riferimento all’articolo 2086 del codice civile è lapalissiano, segno tangibile dell’orientamento assunto dal legislatore in sede di riforma della disciplina fallimentare.

Infine, la tempestività permette, a parità di altre condizioni, di ampliare il novero degli strumenti disponibili atti a porre rimedio alle situazioni di squilibrio poiché, altrimenti, all'aumentare del "ritardo" non vi sarà altra soluzione che non sia, nelle ipotesi più gravi, la liquidazione giudiziale (ex fallimento), come si evince dalla figura qui riportata. Ulteriore requisito è quello della sistematicità, giacché al piano di risanamento è richiesto in modo particolare di descrivere accuratamente tanto la situazione attuale (si vedrà a breve l'importanza

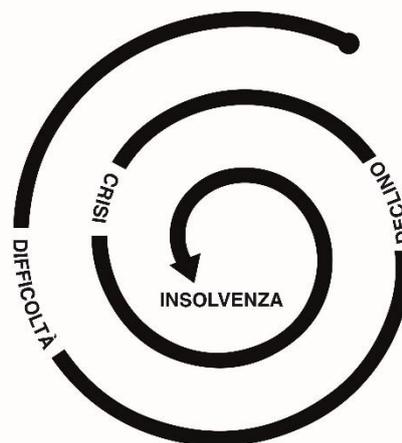


Figura 3. Fonte: Elaborazione dell'autore

dell'individuazione delle cause della crisi a partire dalla situazione di partenza) quanto la situazione obiettivo al termine del piano poiché costituiscono la base sui cui si fonda l'eventuale consenso degli stakeholder, pertanto tali descrizioni devono essere fra loro collegate.

Da ultimo ma non meno importante, il piano deve enucleare la possibilità di raggiungere un equilibrio patrimoniale, economico e finanziario sostenibile. A tal fine, per esempio, deve essere assicurata la copertura del debito tramite flussi di cassa; quest'ultimi al netto, ovviamente, delle spese di mantenimento e per assolvere le imposte.

1.4.1.1 I contenuti del piano: il quadro generale di partenza

Addentrandoci nei contenuti del piano di risanamento, la parte introduttiva (vale a dire l'Executive Summary) è finalizzata a fornire una descrizione *sui generis* del Piano andando a presentarne i principali obiettivi, i contenuti e le azioni da porre in essere nonché i risultati attesi.

Questa primissima parte ha, infatti, lo scopo di introdurre e facilitare la lettura del documento e pertanto, non è richiesta una trattazione dettagliata (sarà compito delle parti successive) bensì sintetica e con una prospettiva olistica sulla generale strategia di risanamento.

Esaurita questa primaria descrizione è necessario procedere alla presentazione della diagnosi della crisi, vero e proprio punto di partenza del piano di risanamento.

Il percorso che porta alla diagnosi della crisi deve trovare "casa" all'interno del quadro generale e quest'ultimo si compone di tre fasi che, parafrasando dal linguaggio medico possono essere rappresentate da:

1. **anamnesi:** in medicina attiene alla ricostruzione della storia clinica del malato, in questa sede, invece, ricostruire la storia dell'organizzazione;

2. **semiotica**: essa riguarda il rilievo e lo studio dei sintomi, nel caso in esame si tratterà di scovare i sintomi della crisi operando analisi sia di tipo qualitativo che di tipo quantitativo;
3. **valutazione del quadro clinico**: raccolte ed elaborate le informazioni dei punti precedenti è possibile andare a diagnosticare la crisi evidenziandone le principali cause.

Partendo dal primo, ricostruire la storia dell'impresa non significa solamente esporre la cronistoria della stessa ma è necessario fornire almeno due livelli d'informazione.

Il primo è di tipo "legale", vale a dire indicare *"l'assetto proprietario, informazioni sull'appartenenza ad un gruppo e una sintesi sui principali rapporti infragruppo, ove rilevanti¹⁸"*, senza ovviamente trascurare la sede legale e la forma giuridica assunta.

Il secondo, invece, attiene alla *"narrazione d'impresa"* intesa come la cronistoria dei principali avvenimenti con un'attenzione particolare a quelli capaci di influenzare, sia in positivo che in negativo, la riuscita del piano.

Come si scriveva in precedenza, la seconda fase del processo diagnostico è rappresentata dalla semiotica, vale a dire il rilievo e lo studio dei sintomi.

A tal fine sono necessarie due tipologie di analisi:

- qualitativa;
- quantitativa.

L'analisi qualitativa consiste nel presentare un quadro sufficientemente dettagliato in merito alle strategie applicate e in atto il che si traduce, come si vedrà approfonditamente nel secondo capitolo, nel descrivere le principali attività (dando particolare rilievo alla descrizione del prodotto/servizio, alla presentazione dei principali processi e funzioni operative, alla descrizione delle strutture dell'impresa nonché riferimenti all'organizzazione attuale) e nel presentare il mercato di riferimento e il contesto competitivo.

Per quanto riguarda la descrizione delle principali attività, è importante concentrarsi sui principali processi e funzioni operative, magari fornendo il modello della Catena del Valore di Porter¹⁹, indicando laddove sia possibile, le principali aree di inefficienza. È necessario, inoltre, fornire indicazione circa gli impianti e i siti produttivi ponendo in risalto il loro stato di degrado e di evoluzione tecnologica.

Infine, è possibile esplicitare i principali (in termini di importanza strategica) clienti e fornitori dell'azienda.

¹⁸ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.14, Roma 2017.

¹⁹ M.E. Porter, *Competitive Strategy*, New York, The Free Press, 1980, pag.13

A completare l'analisi qualitativa è l'analisi del mercato di riferimento dell'impresa. L'analisi del mercato consiste nell'acquisizione ed elaborazione di tutte le informazioni necessarie a definire l'ambiente competitivo in cui l'impresa opera, è quindi volta a costruire un quadro completo e affidabile del contesto competitivo e dei fattori chiave (compresi i fattori critici di successo, *KSF*) che possono influenzare il successo delle strategie di risanamento che si andranno a delineare.

Sarebbe auspicabile, in questa sede, fornire l'analisi dei punti di forza e di debolezza dell'impresa nonché eventuali minacce e opportunità che possono giungere dall'ambiente (*SWOT Analysis*). Nel definire l'ambiente competitivo dell'impresa si può prendere come riferimento lo schema della cinque forze di Porter²⁰, come verrà fatto nell'analisi dei casi nei capitoli successivi.

L'analisi quantitativa è invece incentrata sull'analisi delle principali informazioni patrimoniali, economico e finanziarie ricavabili dai dati storici contenuti nei bilanci d'esercizio al fine di scovare i principali sintomi della crisi.

Le analisi, a seconda dei casi, possono essere:

- Analisi per margini: analisi di struttura che tende a definire i rapporti esistenti tra varie classi di attività e passività e di costi e ricavi. Di particolare utilità è l'analisi effettuata per accertare la qualità delle fonti e degli impieghi e la loro compatibilità. Sono alla base delle successive analisi;
- Analisi per indici: si basa su rapporti (Ratios) che legano le varie voci di bilancio, trasforma le grandezze in rapporti al fine di ottenere significativi dati di sintesi da sottoporre ad adeguata lettura;
- Analisi per flussi: integra le analisi precedenti evidenziando i movimenti di risorse finanziarie dell'azienda in un determinato arco temporale. Si sintetizza nel Rendiconto Finanziario.
- Modelli di valutazione della crisi di impresa: apprezzano l'andamento passato della gestione e forniscono informazioni utili alla pianificazione dell'andamento futuro. Si sintetizzano in modelli quali lo Z-Score di Altman, il PMI Z-Score, l'EM-Score.

Giunti a questo punto dovrebbe ormai essere chiaro lo stato di crisi dell'impresa avendone evidenziato i principali sintomi.

Il Piano pertanto, dovrebbe evidenziare sulla base dei risultati ottenuti le cause che hanno portato alla situazione attuale dal momento che la formulazione della strategia di risanamento deve rimuovere proprio quest'ultime dal momento che, prendendo nuovamente a prestito dal

²⁰ M.E. Porter, *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, in "Harvard Business Review", 57, gennaio 2008, pp 57-71.

mondo medico, “la febbre e il mal di testa sono sintomi di una malattia mentre la sua causa è l’infezione; se il medico si limitasse a curare i sintomi, l’infezione si aggraverebbe causando, nei casi più gravi, la morte del paziente”.²¹

1.4.1.2 I contenuti del piano: la strategia generale di risanamento

Dopo aver individuato le cause è necessario che il piano presenti la generale strategia di risanamento. Secondo Barker e Duhaime (1997)²² Gilardoni e Danovi (2000)²³ l’efficacia del risanamento è condizionata da:

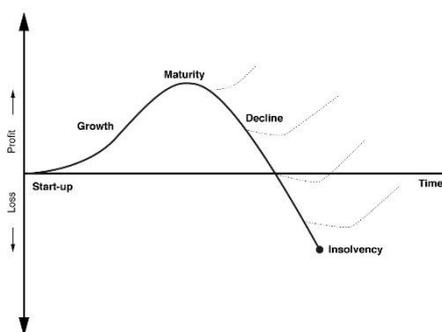


Figura 4. Fonte: Elaborazione dell'autore

- Grado di necessità, cioè dove si trova l’impresa sulla “curva del declino” (vedi figura 4);
- Capacità di affrontare il cambiamento, collegato alla disponibilità di risorse, possibilità di cambio della governance, cultura aziendale.

Le azioni in questione devono necessariamente essere coerenti con quanto emerso dal paragrafo precedente e successivamente vanno valutate sul piano economico-finanziario al fine di perlustrarne la fattibilità.

In linea generale è possibile individuare due modelli di azione: il turnaround operativo e quello strategico²⁴. Il primo punta a ristabilire l’equilibrio facendo leva sul recupero dell’efficienza²⁵, il secondo, invece, è imperniato sulla riprogrammazione delle strategie nello spazio del business esistente oppure nell’ambito di ipotetici nuovi business più favorevoli rispetto a quelli in essere.

Generalmente le azioni intraprese nei piani di risanamento devono contenere un certo livello di discontinuità dal passato, solo così infatti si rendono perlomeno plausibili le azioni stesse. Di conseguenza, tale discontinuità richiede un’attenta e precisa analisi delle ipotesi di fondo dal

²¹ Slatter (1999)

²² Barker V., Duhaime I., *Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence*, in [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199701\)18:1<12::AID-SMJ843>3.0.CO;2-X](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199701)18:1<12::AID-SMJ843>3.0.CO;2-X), gennaio 1997.

²³ Gilardoni A., Danovi A., *Cambiamento, ristrutturazione e sviluppo dell’impresa*, Milano, EGEA, 2000.

²⁴ Questi due modelli non sono antitetici tra loro, potendosi benissimo configurare un mix di entrambi.

²⁵ Gli approcci basati sull’efficienza sono concentrati alla riduzione dei costi, in particolare quelli che meno contribuiscono alla creazione di valore, ma non solo. Per esempio:

- riorganizzazione interna;
- riduzione dei costi fissi;
- revisione dell’organico e dei contratti di lavoro;
- internalizzazione o esternalizzazione di fasi produttive;
- rinegoziazioni di rapporti con i fornitori.

momento che sarà compito del documento convincere gli stakeholder della bontà della strategia di risanamento.

In sostanza, ipotesi non sorrette da evidenze e/o previsioni sufficientemente ragionevoli sono destinate a minare il contenuto del piano.

Una volta individuate le azioni da intraprendere è necessario declinarle dal punto di vista economico e finanziario, costituendo peraltro la base su cui andare a costruire i dati di bilancio prospettici.

Sul piano economico è fondamentale presentare il punto di pareggio in modo da poter valutare, tenendo conto della struttura dei costi, le possibilità di aumento dei volumi e, quindi (almeno generalmente), dei ricavi e, a scalare, su ogni singola voce componente il conto economico.

Generalmente per incrementare i volumi si può ricorrere a strategie di rilancio oppure di

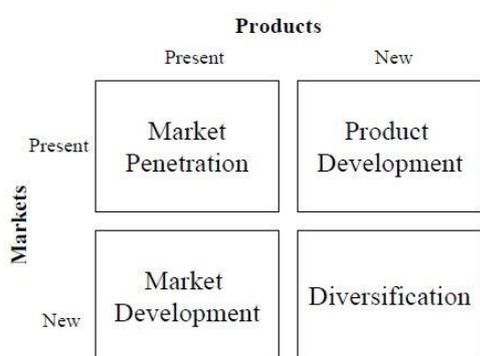


Figura 5: La Matrice di Ansoff

“smobilizzo” di quanto già in possesso. A parità di margini o a margini crescenti, per esempio è possibile indirizzarsi verso l’individuazione di nuovi mercati per i prodotti già in essere; in sostanza, usando la Matrice di Ansoff (figura 5), si tratta di *Sviluppare il Mercato*.

Sempre utilizzando la Matrice, a parità di margini è anche possibile *Penetrare il Mercato* magari allungando il ciclo di vita del prodotto oppure

aggiungendovi qualche funzione aggiuntiva.

I volumi, poi, possono essere aumentati anche rinunciando (magari temporaneamente) ai margini offrendo particolari sconti ai propri clienti per aumentare le vendite, fermo restando che il margine di contribuzione deve comunque restare positivo.

Vale la pena ricordare che *“le ipotesi alla base della strategia di risanamento dovranno essere formulate in modo coerente con il contesto in cui opera l’azienda, con la sua struttura organizzativa, con la sua capacità produttiva, con la storia e con le attese macroeconomiche”*²⁶ e fermo restando che le ipotesi devono essere in grado di creare i presupposti per il risanamento dell’impresa.

Sul piano finanziario è necessario inserire specificatamente la descrizione della manovra finanziaria la quale partendo dal fabbisogno finanziario generato dal Piano deve specificare gli interventi tesi al riequilibrio patrimoniale e al risanamento economico-finanziario, la manovra,

²⁶ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.18, Roma 2017.

infatti, ha il duplice scopo di rendere sostenibile il debito (magari anche mediante la conversione in strumenti di equity) e rispondere ai bisogni del capitale circolante.

1.4.1.3 I contenuti del piano: l'Action Plan e i dati prospettici

L'Action Plan secondo Borsa Italiana “*deve enunciare in termini sintetici le principali direttive tramite cui dare attuazione al piano strategico*”.

Il suo scopo è dunque quello di esplicitare le principali azioni atte a rendere concrete le intenzioni strategiche facendo risaltare la coerenza tra obiettivi, strategie e operazioni per il loro raggiungimento.

Inoltre, è opportuno che l'Action Plan descriva²⁷:

- attività, ambiti e modalità di esecuzione;
- impatto delle azioni sull'organizzazione aziendale;
- responsabilità, intesa come indicazione dei soggetti ai quali compete l'esecuzione dei compiti;
- investimenti/disinvestimenti previsti;
- coerente tempistica di esecuzione;
- allocazione delle risorse necessarie per lo sviluppo delle azioni previste.

Si sottolinea che nell'analizzare i casi, come si vedrà meglio nei prossimi capitoli, l'Action Plan è stato ricompreso, per esigenze di sintesi, all'interno della strategia di risanamento.

La parte finale del piano, infine, deve contenere i dati prospettici. La presentazione dei dati prospettici non va intesa come un mero esercizio di riporto dello stato patrimoniale, del conto economico e del rendiconto finanziario prospettico poiché è necessario specificare i “*flussi liberi al servizio del debito (per capitale ed interessi), tenendo conto delle forme tecniche delle linee di credito (autoliquidante, di cassa, ecc.) e delle risorse [eventualmente] derivanti dalla nuova finanza*”²⁸. Inoltre, non va dimenticato il confronto con i dati storici e le necessarie analisi di sensitività.

²⁷ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.24, Roma 2017.

²⁸ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.25 Roma 2017.

1.4.2 Il Piano d'Investimento

L'investimento in una nuova *Business Unit* o più in generale la nascita di una nuova impresa, rappresentano due momenti cui viene associata la necessità di redigere il Piano Industriale. In linea generale, si parla di Business Plan quando l'oggetto del piano è una nuova idea imprenditoriale mentre si parla di Piano d'Investimento quando l'oggetto costituisce un investimento operato all'interno di un'impresa già esistente nel mercato.

Per entrambi la finalità non cambia dal momento che in ambo i casi il ruolo del piano è quello di informare e convincere i potenziali finanziatori della bontà dell'idea e pertanto tale documento dovrà essere sufficientemente esaustivo nel presentare la solidità economica del progetto, i fabbisogni finanziari di cui egli necessita nelle varie fasi e la capacità di generare ricchezza nel medio-lungo periodo.

Non solo: il Piano è anche uno strumento interno di aiuto al management poiché tramite esso può meglio comprendere le proprie intuizioni, nonché razionalizzarle e attraverso l'analisi della fattibilità economica e finanziaria valutare le reali possibilità di raggiungimento dei risultati previsti.

Ancora, il Piano ha l'obiettivo di esplicitare il modo in cui l'impresa intenda generare o accrescere il valore per la proprietà; a tal proposito Borsa Italiana sottolinea che: “[...], *va sottolineata la necessità di esplicitare sempre le modalità che si intendono perseguire per accrescere il valore dell'impresa: qualsiasi formulazione strategica che non evidenzi come essa impatta sulla creazione di valore sarebbe considerata priva di fondamento*”²⁹.

Come il Piano di Risanamento in talune fattispecie, tassativamente indicate dalla legge, è obbligatorio, anche il Piano di investimento è oramai divenuto d'obbligo soprattutto per le imprese che intendono accedere alla finanza agevolata e, di conseguenza, se ne sta diffondendo l'utilizzo.

Oltre ai generali requisiti individuati da Borsa Italiana, già esposti al paragrafo 1.4, e validi per il documento in questione è bene presentare anche i principali principi di redazione, così come individuati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili³⁰.

I principi generali sono quelli di:

- chiarezza;
- completezza;
- affidabilità ed attendibilità;
- neutralità;

²⁹ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.18, Milano 2003

³⁰ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Linee Guida alla Redazione del Business Plan*, Roma 2011.

- trasparenza;
- prudenza.

Quanto al principio della chiarezza esso va inteso come “semplicità di lettura e comprensibilità” dal momento che il lettore del piano deve essere in grado di capire appieno l’idea sottostante al piano, l’obiettivo da raggiungere, con quali strumenti e, cosa importante, con quali e quante risorse.

Il principio della completezza è strettamente collegato a quello della chiarezza in quanto richiede che all’interno del piano trovi inclusione ogni utile informazione necessaria alla comprensione del piano evitando inutili ridondanze.

L’affidabilità è legata al fatto che le assunzioni e i procedimenti per mezzo dei quali avvengono le proiezioni e vengono declinate le conclusioni devono necessariamente essere attendibili; ciò significa, anzitutto, precisione nella raccolta dei dati, sistematicità nelle loro analisi e infine, va garantito che non venga compressa la controllabilità delle analisi operate. Quanto all’attendibilità essa fa riferimento alle singole parti che costituiscono il Piano dal momento che il suo contenuto complessivamente considerato e le sue parti devono essere tra loro coerenti, ragionevoli e compatibili.

Il principio della neutralità specifica che il piano deve essere redatto ricorrendo a criteri il più oggettivi possibili implicando che il piano non deve nascondere doppi fini non dichiarati. La trasparenza si lega inevitabilmente al principio della chiarezza e della completezza dal momento che, secondo questo principio di redazione del Piano, deve essere possibile ripercorrere a ritroso le tappe che hanno portato alla formulazione dello stesso. Sempre secondo il principio della trasparenza deve essere identificata la fonte di ciascun dato proveniente dall’”esterno”.

Da ultima la prudenza implica che le ipotesi poste alla base del Piano devono essere le più probabili possibili. Non solo, il principio della prudenza necessita che lo scenario finale presentato dal Piano sia sostenuto e avvalorato dalle analisi di sensitività.

1.4.2.1 I contenuti del Piano: la strategia realizzata

Il primo fondamentale passo nella predisposizione del Piano consiste nel presentare la situazione attuale dell’impresa. Presentare la situazione attuale significa esplicitare la strategia realizzata che, in tale contesto, “*identifica il posizionamento formatosi per effetto delle scelte e delle azioni del passato, consolidatosi nel tempo a seguito del crearsi di una struttura, di meccanismi operativi e di una cultura aziendale coerente*”³¹.

³¹ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.19, Milano 2003

Tale sezione è pressoché in comune con quanto visto per i Piani di Risanamento poiché si tratterà di ricostruire la storia dell'organizzazione con gli elementi visti in precedenza e presentare la generale strategia realizzata. A tal fine sarebbe utile fornire una rappresentazione del modello di business adottato; rappresentare un modello di business significa, secondo la metodologia “*business model canvas*”, “*describe[re] la logica in base alla quale un'organizzazione crea, distribuisce e cattura valore*”³². L'obiettivo è presentare in modo chiaro e immediato il sistema che caratterizza l'azienda, il modo in cui tutte le sue parti lavorano insieme sinergicamente per il raggiungimento del risultato finale. Si tratterà di andare ad esplicitare, usando il Business Model Canvas³³, il valore aggiunto offerto dal business ai clienti, il come le relazioni con quest'ultimi vengano gestite e attraverso quali canali; inoltre, è necessario identificare le attività *core* del business, vale a dire quelle più strettamente connesse al valore offerto, presentandone la struttura dei costi e i flussi dei ricavi.

Sempre con riferimento alla presentazione della strategia realizzata, questa non può prescindere dall'analisi dell'ambiente entro cui l'impresa opera. L'ambiente viene solitamente suddiviso in ambiente remoto (o *macro-environment*) e ambiente immediato (settore di appartenenza/*industry*) ed entrambi sono, nella loro misura, capaci di condizionare le scelte e i risultati aziendali. In questa parte del documento è sufficiente presentare l'ambiente immediato e, in particolare, il settore di riferimento, dando particolare rilievo alla descrizione delle forze competitive al fine di stimarne l'attrattività nonché la valutazione del posizionamento dell'organizzazione rispetto ai principali competitor, formatosi nel corso degli anni.

L'identificazione del settore di riferimento deve essere correttamente calibrata in modo tale da non essere né troppo generica né troppo ristretta poiché funzionale all'emersione dei possibili fattori chiave di successo che stanno alla base della profittabilità del settore stesso. In questa sede uno degli strumenti maggiormente utilizzati è il modello delle 5 forze di Porter.

Infine, non vanno tralasciate le analisi di tipo quantitativo che si sostanziano nella presentazione e analisi (utilizzando gli opportuni indici) dei principali risultati conseguiti dall'impresa in modo tale da far emergere eventuali trend su cui innestare le future strategie.

In sostanza, si dovrebbe spiegare il nesso causale tra i risultati conseguiti e le scelte strategiche adottate al fine di far “emergere” le principali leve gestionali che hanno maggiormente influenzato le performance aziendali, in altre parole l'esplicitazione dei c.d. *key value driver*.

³² Approccio sviluppato da Osterwalder A. e Pigneur Y. “Creare modelli di business”, Edizioni FAG, Assago (Milano), 2012

³³ Esistono diverse metodologie per rappresentare il modello di business, alcune più sensibili al marketing altre di stampo più ingegneristico. In questo elaborato si farà riferimento al modello Canvas.

Esaurite queste preliminari informazioni è possibile passare alla presentazione delle intenzioni strategiche.

1.4.2.2 I contenuti del Piano: le intenzioni strategiche

Le intenzioni strategiche “*identificano il piano attraverso cui la società intende creare valore per gli shareholder, ovvero l’insieme di azioni con cui la società intende offrire prodotti o servizi massimizzando il valore creato per gli azionisti*” in altre parole “[...] esse rappresentano la sintesi del ruolo atteso della società nel settore di riferimento, della value proposition e della modalità con cui l’impresa intende acquisire un sostenibile vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti attuali e potenziali”.

Il passo successivo, quindi, consiste nell’andare ad esplicitare le intenzioni strategiche all’interno del Piano. Infatti, dopo aver fornito un’analisi delle performance storiche dell’impresa si dovrebbe essere in possesso di informazioni sufficientemente ampie da riuscire a tracciare il quadro di sviluppo futuro, magari partendo da quanto emerso in sede di analisi “storica”.

Come già si presentava nel paragrafo precedente l’ambiente d’impresa può essere suddiviso in due macro-categorie: l’ambiente immediato e l’ambiente remoto. Mentre il primo viene, in un certo senso, definito dai comportamenti e dalle scelte dell’impresa, essendo rappresentato dai clienti, dai fornitori, dai competitor, dai finanziatori e più in generale da tutti gli stakeholder, l’ambiente remoto è rappresentato dalle macro-variabili quali quelle politico-normative, quelle sociali e demografiche, quelle economiche, quelle scientifiche; pertanto, questa tipologia di ambiente in un certo senso può considerarsi “oggettivo” dal momento che le scelte dell’impresa difficilmente saranno in grado di modificarlo. Viceversa, l’andamento di queste macro-variabili può condizionare notevolmente le performance dell’impresa.

Per esempio, ipotizzare un forte aumento dei ricavi in un settore particolarmente maturo apparirebbe del tutto infondato se non ampiamente giustificato dal momento che tanto più le intenzioni strategiche sono in contro tendenza con gli studi sull’ambiente di appartenenza tanto più le ipotesi necessitano di valide argomentazioni.

Come si scriveva, anche l’ambiente remoto è in grado di condizionare le scelte dell’impresa ed è per questo che deve trovare spazio all’interno di questa sezione del Piano. Ad esempio, immaginare una crescita sostenuta dei ricavi in un periodo di forte recessione economica rischia di minare la credibilità dell’impianto di fondo se alla base non sono poste ragionevoli dimostrazioni.

L'analisi pertanto è finalizzata a cogliere le principali macro-variabili capaci di condizionare non solo l'impresa ma, cosa ben più importante, il settore di appartenenza della stessa e come queste impattano in termini di eventuali riposizionamenti dei player presenti.

Nel condurre le analisi sull'ambiente esterno potrebbe essere utile ricorrere alla STEP Analysis; questa è una metodologia basata sulla valutazione di determinate variabili di contesto in grado di delineare lo scenario dove l'impresa si troverà ad operare. La mappa alla base dei fattori della STEP Analysis (figura 6) è composta dai seguenti fattori:

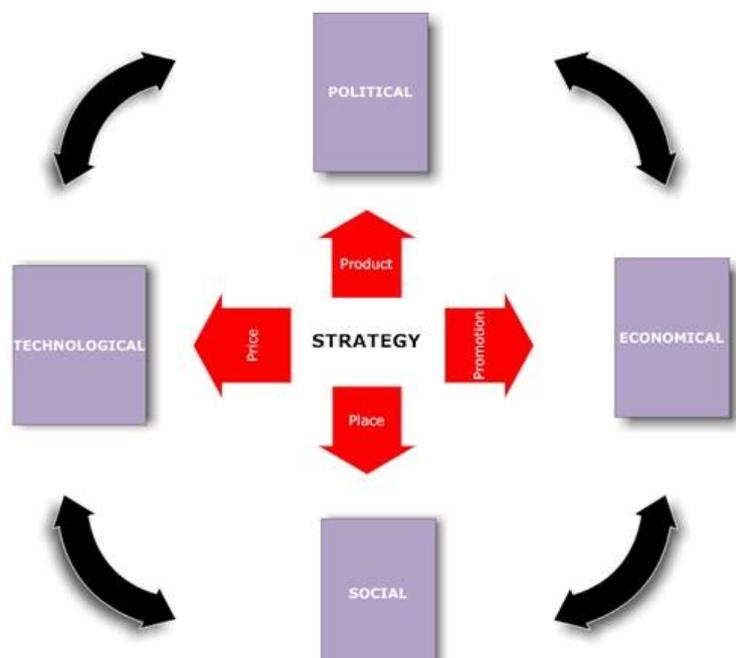


Figura 6: STEP Analysis

- S come *Social*;
- T come *Technological*;
- E come *Environmental*;
- P come *Political*.

Una volta analizzato l'ambiente remoto si deve procedere all'analisi di quello immediato.

L'analisi di quest'ultimo è finalizzata a chiarire l'eventuale redditività del settore. Attenzione però: la redditività è inevitabilmente connessa all'attrattività del settore e di conseguenza all'aumentare della

redditività il redattore deve tenere conto che il settore potrebbe essere "invaso" da altri player, con conseguente indebolimento di quelli presenti.

Il settore di cui si sta parlando è riferito al nuovo modello di business che le intenzioni strategiche vogliono tratteggiare e, di conseguenza, potrebbe trattarsi o del settore storico dell'impresa oppure di uno nuovo oppure ancora potrebbe esserci la creazione di un c.d. oceano blu, frutto di una strategia mirata a posizionare l'impresa in una dimensione del settore completamente libera dalla concorrenza. In tal caso, ancora una volta, lo schema delle 5 forze di Porter è un valido strumento di analisi del settore.

Una volta individuate le possibili evoluzioni degli scenari micro e macro-ambientali è utile andare a esplicitare come questi impattano a livello aziendale, tenendo inevitabilmente conto dei suoi punti di forza e di debolezza (SWOT Analysis). I punti di forza e di debolezza devono essere stilati sulla base dei fattori critici di successo che le due analisi ambientali hanno fatto emergere. Pertanto, si parlerà di punti di forza quando l'impresa ha un vantaggio competitivo

rispetto agli altri player del mercato viceversa, si parlerà di punto di debolezza quando tale vantaggio è detenuto dai competitor.

Da queste analisi dovrebbero discendere le coordinate di riferimento circa il comportamento futuro dell'impresa. Tali coordinate altro non sono che le intenzioni strategiche, le quali possono alternativamente confermare la strategia in atto oppure possono consistere in un rinnovamento più o meno totale e, in tal caso, va precisata l'influenza che tale nuova strategia ha sia a livello di vision e di mission sia sul che cosa produrre, per chi e per come. Inoltre, come sottolineato anche da Borsa Italiana, le intenzioni strategiche devono essere declinate tanto a livello *corporate* tanto a livello di *SBU*.

Più specificamente per i Piani di Investimento, è di fondamentale importanza descrivere il progetto che il management vuole attuare, in particolare presentando in cosa esso consista, i tempi previsti di realizzazione e il costo che si prevede di sostenere.

Inoltre, Borsa Italiana ricorda che *“le intenzioni strategiche devono anche sintetizzare la value proposition dell'azienda, rappresentata dalle motivazioni [...] per cui i clienti dovrebbero scegliere i prodotti/servizi della società piuttosto che quelli dei competitor. Una solida value proposition è espressione di un vantaggio competitivo sostenibile”*.

Infatti, le intenzioni strategiche dovrebbero fare riferimento al vantaggio competitivo che l'impresa intende conseguire o migliorare per effetto dell'investimento progettato. Borsa Italiana precisa che *“un'impresa possiede un vantaggio competitivo se dimostra di avere un divario tra valore e costo superiore in media a quello dei concorrenti e solo in questo caso essa potrà credibilmente ipotizzare performance di piano superiori a quelle ottenute mediamente dai concorrenti, sia in termini di crescita sia in termini di redditività³⁴”*.

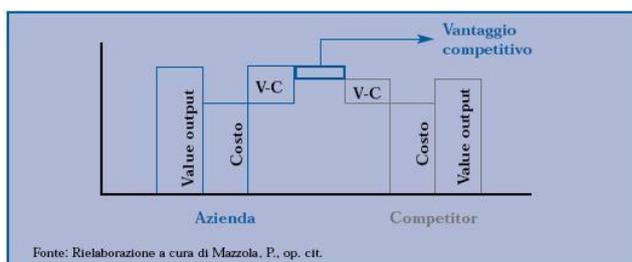


Figura 7. Fonte: Borsa Italiana, *Il piano Industriale*, pag. 22, Milano 2003

1.4.2.3 I contenuti del piano: l'Action Plan e i dati prospettici

L'Action Plan secondo Borsa Italiana *“deve enunciare in termini sintetici le principali direttive tramite cui dare attuazione al piano strategico”*. Il suo scopo è dunque quello di esplicitare le principali azioni atte a rendere concrete le intenzioni strategiche facendo risaltare la coerenza tra obiettivi, strategie e operazioni per il loro raggiungimento. Trattandosi di piani d'investimento è di fondamentale importanza che l'Action Plan faccia esplicita menzione dei

³⁴ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.23, Milano 2003

principali impatti che il progetto d'investimento andrà a generare nonché le modalità di finanziamento dello stesso. La prima attiene agli effetti sul profilo economico e patrimoniale, effetti di fondamentale importanza in quanto essi costituiranno la base per la costruzione dei futuri dati prospettici. Con riferimento alle modalità di finanziamento è necessario esplicitare:

- fonte dei finanziamenti (capitale di debito o capitale di rischio)

e

- nel caso del ricorso al capitale di debito, presentare come la società intenda procedere alla restituzione del capitale.

Come per i piani di risanamento, la parte finale del piano deve presentare i dati prospettici. Anche in questo caso, non è sufficiente la mera esposizione degli schemi tipici che compongono il bilancio d'esercizio opportunamente riclassificati, dovendo, infatti, essere presente il confronto con i dati storici, l'andamento dei principali *key value* driver e le analisi di sensitività.

Capitolo Secondo: L'analisi degli aspetti comuni

Premessa

Prima di entrare nel merito della trattazione è doveroso fare alcune precisazioni. Gli aspetti comuni tra le due tipologie di piano sono da ricercarsi nell'inquadramento generale dell'impresa. Questo comprende la descrizione della strategia realizzata il che si traduce nella descrizione delle attività aziendali, nella descrizione del settore di appartenenza e nella presentazione dei risultati conseguiti. Come si avrà modo di notare, con riferimento a questa prima parte, i piani di risanamento sono tendenzialmente più esaustivi dei piani di investimento; questo deriva dal fatto che i primi sono orientativamente inseriti all'interno di una procedura di composizione della crisi (quale per esempio il concordato preventivo) e pertanto per dispiegare gli effetti della disciplina fallimentare è necessaria l'omologa da parte del Tribunale, la quale giungerà solo se il piano è accompagnato dalla relazione di un professionista che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano e, allo stesso tempo, sia integrato della documentazione obbligatoria per legge. Tra i documenti obbligatori, infatti, ai sensi dell'art.161 (L.F.) vi sono:

- Un'aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria;
- Uno stato analitico ed estimativo delle attività;

Per i piani di investimento non si può dire la stessa cosa; essendo tendenzialmente destinato alla proprietà molte informazioni sono omesse oppure vengono prodotte solo le informazioni richieste dagli istituti di credito, chiamati a finanziare il progetto.

Infine, va precisato che non essendo stato dedicato un capitolo alla presentazione generale delle società oggetto di analisi si è deciso di approfondire dettagliatamente la parte relativa alla descrizione della strategia realizzata al fine di colmare questa lacuna e garantire una migliore comprensibilità al lettore.

Vale la pena ricordare che in sede di valutazione ci si è attenuti alle sole informazioni contenute nei piani non operando alcuna deduzione che non fosse attinente a quanto esplicitamente scritto dal redattore.

2.1 Executive Summary

È importante che ogni Piano Industriale venga presentato con una breve panoramica circa i suoi contenuti; in particolare, ci si riferisce a quello che Borsa Italiana definisce come Executive Summary. Quest'ultimo deve andare a presentare il progetto strategico, seppur brevemente, che il management propone, le principali azioni realizzative connesse alla sua realizzazione nonché una sintesi dei principali dati finanziari attesi. In sostanza, l'Executive Summary altro non è

che una breve presentazione dei principali contenuti del piano avente lo scopo di riassumerne il contenuto, al fine di evidenziare e rafforzare già in questa sede preliminare la bontà delle intuizioni strategiche del management. È importante quindi tanto in sede di un Piano di Investimento quanto in sede di un Piano di Risanamento e pertanto possiamo considerarlo un elemento comune alle due tipologie.

Prendendo in considerazione i piani oggetto di indagine è stato deciso di attribuire un punteggio che va da 0 a 1, dove lo 0 viene attribuito quando non è presente l'elemento in questione e 1 quando sono presenti tutte le informazioni che l'Executive Summary deve contenere, in particolare ci si riferisce a:

- il progetto strategico proposto;
- le principali azioni realizzative;
- sintesi dei principali dati finanziari attesi.

Dall'analisi dei piani emerge che:

<i>Executive Summary</i>									
	Alfa S.r.l. (i)	Beta S.r.l. (i)	Delta S.r.l. (i)	Sigma S.r.l. (r)	Gamma s.r.l. (r)	Epsilon S.r.l. (r)	Zeta S.r.l. (r)	Eta S.r.l. (r)	<i>Totale</i>
Progetto strategico proposto	0	0	0	0	0	0	0	0	0/2,66
Principali azioni realizzative	0	0	0	0	0	0	0,33	0	0,33/2,66
Sintesi dei principali dati finanziari	0	0	0	0	0	0	0	0	0/2,66
<i>Totale</i>	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0,33/1	0/1	0,33/8

Tabella 1: Executive Summary, risultati ottenuti

Prima di presentare il contenuto proposto da Zeta s.r.l. è necessario una breve riflessione circa i risultati contenuti nella tabella, visti gli scarsi esiti ottenuti. Questi derivano principalmente dal fatto che in sede operativa viene data poca importanza all'Executive Summary dal momento che le informazioni che contiene vengono presentate in maniera più approfondita in altre sezioni del piano. Comunque sia, è evidente per le ragioni sopra esposte non dimenticare l'importanza

di questa prima parte in quanto capace di trasmettere fin dall'inizio impressioni positive ai destinatari del piano.

Per quanto riguarda il caso di Zeta s.r.l. la parte introduttiva del piano di risanamento della società presenta un seppur minimo Executive Summary dal momento che si preoccupa della sola enunciazione delle principali azioni realizzative; infatti, si legge dal piano che la società intende ripristinare, attraverso una serie concatenata di azioni, le condizioni di equilibrio economico, patrimoniale e finanziario. In particolare, si prevede una conversione del core business (sviluppando una nuova attività di servizi business-center) e una cessione del compendio immobiliare per un controvalore tale da consentire il rientro dell'esposizione debitoria nei confronti degli istituti bancari riducendola in misura pari al 60%.

Per completezza, oltre a definire la generale strategia di risanamento, il redattore avrebbe potuto inserire i principali risultati attesi dallo sviluppo della nuova attività di servizi (magari selezionando qualche apposito indice di bilancio oppure evidenziando la crescita stimata a livello di fatturato e di margini) nonché i principali effetti sull'esposizione debitoria a seguito della cessione degli immobili.

2.2 Descrizione della strategia realizzata

Come si scriveva nella prima parte di questo lavoro, la prima parte del piano³⁵ è tutta dedicata alla presentazione della realtà aziendale. Presentare un'azienda non significa solamente esporre la sua storia bensì fornire un quadro completo delle principali caratteristiche attuali della stessa, dal modello organizzativo interno al mercato di riferimento. In sostanza, una buona presentazione dovrebbe esporre:

- un inquadramento generale della società;
- la descrizione delle attività;
- la presentazione del mercato di riferimento e del contesto competitivo;
- i risultati ottenuti.

Sviluppare accuratamente queste informazioni consente di esplicitare il nesso tra i risultati conseguiti nel passato e le principali scelte strategiche attuate e questo esercizio è utile tanto in occasione di un piano di investimento, dal momento che si offre una chiara spiegazione delle origini e dei presupposti delle intenzioni strategiche, quanto in sede di un piano di risanamento poiché si andranno così già a presentare le possibili zone da risanare.

³⁵ Consideriamo questa la vera e propria prima parte del piano poiché l'Executive Summary, come visto, può essere considerato una sorta di presentazione generale del piano priva di contenuti propri giacché formato da elementi che poi saranno successivamente sviluppati.

2.2.1 Inquadramento generale della società

La comprensione del Piano, sia esso di risanamento sia esso di investimento, necessita di un inquadramento generale della realtà aziendale. Come già sottolineato nelle pagine precedenti la prima parte del piano consiste nella presentazione della storia aziendale. In particolar modo, questa parte, peraltro comune alle due tipologie di piani, deve indicare informazioni di carattere generale relativi a:

- denominazione (o ragione sociale), sede legale e forma giuridica assunta;
- concisa descrizione dell'assetto proprietario;
- la cronistoria della società.

Come fatto per l'Executive Summary, anche in questa sede, per valutare i piani oggetto di analisi, si è proceduto ad attribuire un voto compreso da 0 a 1, riconoscendo 0,33 punti per ogni elemento sopraindicato che il redattore del piano ha opportunamente inserito. Dall'analisi emerge che:

<i>Inquadramento Generale della Società</i>									
	Alfa S.r.l. (i)	Beta S.r.l. (i)	Delta S.r.l. (i)	Sigma S.r.l. (r)	Gamma s.r.l. (r)	Epsilon S.r.l. (r)	Zeta S.r.l. (r)	Eta S.r.l. (r)	Totale
Denominazione e sede legale	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	2,66/2,66
Descrizione assetto proprietario	0	0,33	0,33	0	0,33	0	0,33	0,33	1,66/2,66
Cronistoria società	0	0,33	0	0	0,33	0,33	0,33	0,33	1,66/2,66
Totale	0,33/1	1/1	0,66/1	0,33/1	1/1	0,66/1	1/1	1/1	6/8

Tabella 2: Inquadramento generale della società, risultati ottenuti

Dai dati della tabella affiora in modo evidente che tutti i piani contengono denominazione e sede legale questo perché si è ritenuto che tale tipo di informazione sia intrinseco al piano senza bisogno di particolari precisazioni. La situazione si fa leggermente diversa per le altre due voci dal momento che circa il solo 50% dei piani le contengono. Probabilmente, anche in questo caso, nella prassi operativa il redattore ha ritenuto tali dati poco rilevanti considerato che tendenzialmente il piano viene valutato e discusso solamente all'interno della società e, pertanto, questo genere di informazioni dovrebbero, almeno in linea di principio, essere chiare. Su questo aspetto si può constatare che qualora si prendessero a riferimento solo i piani di risanamento (Sigma s.r.l., Gamma s.r.l., Epsilon s.r.l., Zeta s.r.l. e Eta s.r.l.) si scoprirebbe che 4 aziende su 5 hanno presentato la cronistoria della società, a dimostrazione del fatto che il

piano di risanamento, rispetto al piano di investimento, si presta con maggiore frequenza ad essere presentato ad un pubblico “esterno” all’azienda e pertanto è particolarmente sentita la necessità di presentare la storia della società.

2.2.2 *Descrizione delle attività*

Descrivere le numerose attività svolte da un’azienda non è certamente un esercizio semplice visto il livello di complessità che caratterizza queste realtà, per tale motivo è necessario procedere con ordine, sulla scorta di quanto la letteratura³⁶ ha individuato come traccia da seguire in questa sede. Riassumendo, descrivere le attività significa:

- descrizione del prodotto/servizio: in sostanza, è opportuno presentare il “cosa l’azienda fa”, qual è, in altre parole, l’output del processo produttivo (se l’azienda opera in diversi business si tratterà di presentare i diversi prodotti/servizi) dando informazioni circa le principali caratteristiche, i marchi di cui si è in possesso, le funzionalità per i clienti, la fase del ciclo di vita, le ultime innovazioni apportate, le possibilità di ulteriori evoluzioni;
- descrizione dei principali processi e funzioni operative: se al punto precedente si presenta l’output dell’impresa, in questa secondo punto si espone come si ottiene quel determinato output; utile potrebbe essere fare riferimento alla Catena del valore di Porter la quale è capace di spiegare i processi interni all’azienda;
- descrizione delle strutture dell’impresa: questa descrizione si preoccupa di precisare il “dove” l’impresa produce i suoi output; è pertanto necessario descrivere gli impianti, le strutture produttive (eventualmente fornendo qualche dato sulla capacità produttiva), la loro localizzazione, lo stato di manutenzione, il loro grado di sviluppo tecnologico nonché i brevetti di cui l’impresa dispone;
- Organizzazione attuale: questa descrizione si sostanzia nella presentazione dell’organigramma aziendale, almeno per le funzioni apicali.

Passando all’analisi dei casi concreti si è provveduto a costruire una metodologia capace di riassumere i contenuti appena indicati. Infatti, nei piani oggetto di analisi queste informazioni sono contenute ma in modo non ordinato o perlomeno non così preciso come si è presentato poc’anzi e al fine di procedere ad una loro valutazione sembrava riduttivo interrogarci solo sulla presenza/assenza di queste descrizioni. In particolare, si è partiti dal chiederci quale fosse l’obiettivo che ciascuna voce componente la descrizione dell’azienda ha come prerogativa e, successivamente, analizzare le informazioni contenute nei piani per vedere se questi obiettivi siano stati centrati o meno.

³⁶ Borsa Italiana, *Guida al Piano Industriale*, Milano, 2003; Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma 2017

2.2.2.1 La descrizione del prodotto

La descrizione del prodotto, come si scriveva, ha il principale obiettivo di presentare l'output dei processi che avvengono dentro all'impresa, in questa sede si deve pertanto dare un'idea al destinatario del piano sul che cosa l'impresa fa. Questo dovrebbe, in un certo senso, far trasparire la *mission* dell'impresa giustificando o meno la sua presenza nel mercato, oltretutto dare le macro coordinate circa il settore di appartenenza dell'impresa, fermo restando che l'analisi di quest'ultimo sarà oggetto di successive parti del piano. Una descrizione efficace dovrebbe essere in grado di delineare, seppur in linea generale, il target di riferimento dell'impresa così come i vantaggi che per questa clientela il prodotto o servizio è in grado di offrire.

Alfa s.r.l.

Con riferimento ad Alfa, dal piano redatto dalla società, in riferimento al prodotto si legge che la stessa “è specializzata in lavorazioni meccaniche di precisione quali alesatura, fresatura, tornitura, rettificazione, per la realizzazione di manufatti di medie/grandi dimensioni in acciaio forgiato, fuso o laminato allo stato naturale o allo stato di trattamento termico”; successivamente viene precisato che l'azienda si occupa di “forniture di componenti meccanici di medio/grandi dimensioni. I principali prodotti eseguiti da Alfa sono: turbine a vapore, casse turbine a vapore e a gas, timoni e alberi navali, alberi per generatori e alberi turbina, anelli compressore e turbina, alberi pignoni, alberi eolici e corpi valvola”. Inoltre, viene precisato che il prodotto della società si rivolge prevalentemente ai player dei settori: energetico, siderurgico, navale e della meccanica in generale.

In riferimento agli obiettivi di questa parte pertanto si può concludere che il risultato non è del tutto soddisfacente dal momento che nulla viene detto (o comunque non è identificabile) circa la *Mission* dell'impresa e non vengono fatti riferimenti alcuno circa il vantaggio offerto dalla società rispetto ai concorrenti.

Beta s.r.l.

Con riferimento a Beta, dal piano si legge che la società offre “un servizio esclusivo dallo studio dei prototipi alla produzione di capi d'abbigliamento sia maschili che femminili ed in particolar modo pantaloni e gonne”. Inoltre, viene evidenziato che la *Mission* dell'impresa è quella di offrire un servizio in grado di soddisfare i severi requisiti qualitativi della loro clientela che annovera un gran numero di clienti esteri e, in particolar modo, francesi. Il piano, inoltre, ha l'accortezza di sottolineare il vantaggio legato alla scelta del prodotto di Beta: produzione artigianale ma a prezzi vicini a quelli della produzione in serie. Considerando nell'insieme si può ragionevolmente concludere che gli obiettivi di questa primaria descrizione sono stati raggiunti.

Delta s.r.l.

Per quanto riguarda Delta s.r.l., in modo chiaro viene sottolineato che la società svolge attività di logistica, magazzinaggio e autotrasporto per conto terzi, in particolare di prodotti alimentari surgelati. In particolare, la società nel tempo ha sviluppato particolari competenze, come per esempio il congelamento rapido (tra le 18 e le 24 ore) e punta ad offrire sempre più un servizio a tutto tondo ai propri clienti. In questo caso, la presentazione non è del tutto sufficiente mancando di precisare in linea di massima quale sia il suo principale target di riferimento.

Sigma s.r.l.

Il piano di risanamento presentato da Sigma s.r.l. non contiene alcuna descrizione, andando fin dalle sue prime pagine a concentrarsi sull'analisi delle cause della crisi che ha colpito la società, pertanto è da considerarsi incompleto in tutta la sua prima parte.

Gamma s.r.l.

Nel piano di risanamento di Gamma viene presentato che “la società è un'industria metalmeccanica di alta tecnologia, che realizza macchine di stiro-soffiaggio per la produzione di contenitori in PET, PP, PLA e altre resine, diventando, nel corso della sua storia, un leader globale nella produzione di macchine soffiatrici per grandi formati” inoltre, il piano sottolinea la continua ricerca dell'innovazione che nel tempo è andato costituendosi come il vero e proprio valore aggiunto non solo della stessa società ma anche dei suoi clienti, a dimostrazione di ciò vengono presentati i numerosi brevetti di cui la società è titolare. Sempre in questa parte viene precisato, brevemente, che “il mercato di riferimento è principalmente estero e le aree più significative in termini di fatturato sono Nord America, Turchia e Russia”. In sostanza la presentazione è a livello complessivo sufficiente anche se, per completezza, si sarebbe potuto inserire nello specifico la *Mission* dell'impresa.

Epsilon s.r.l.

Tra le righe del piano di risanamento di Epsilon s.r.l. si legge che la società si occupa prevalentemente della produzione di alimenti privi di glutine e aproteici, produzione che si inserisce perfettamente nella *Mission* dell'azienda vale a dire la diffusione di un modo di alimentarsi sano e per tutti. La società lavora prevalentemente per conto terzi, annoverando tra i suoi clienti importanti gruppi alimentari mondiali, anche se recentemente ha sviluppato dei marchi propri. In linea di massima la descrizione del prodotto è sufficientemente ampia anche se manca del tutto un cenno circa i principali vantaggi che la società offre alla propria clientela.

Zeta s.r.l.

Il piano di Zeta è particolarmente dettagliato nel descrivere l'output della società questo perché trattasi di una società operante nel settore della gestione di immobili. Il piano, infatti, si preoccupa di presentare gli immobili di proprietà della società e attualmente locati. Le altre

informazioni non vengono fornite ma la scelta è giustificata visto il business dell'impresa, trattasi, infatti, di una società immobiliare.

Eta s.r.l.

Infine, con riferimento ad Eta, dal piano redatto dalla società, in riferimento al prodotto si legge che la stessa “è specializzata nella realizzazione di vetri pluristrato con funzione antiproiettile”. Inoltre, viene specificato che la società è operante in diversi settori tra cui: quello delle auto blindate, quello aerospaziale, quello delle auto speciali, quello ferrotranviario, quello navale e quello dell'edilizia evidenziato per ciascuno di questi il prodotto di riferimento nonché i principali vantaggi che il loro output assicura ai clienti. Dalla lettura inoltre, è facilmente individuabile anche la *Mission* dell'impresa. In sostanza, le descrizioni fornite da Eta s.r.l. possono considerarsi sufficientemente esaustive.

Sintetizzando i risultati appena presentati:

<i>Descrizione del Prodotto/Servizio</i>									
	Alfa S.r.l. (i)	Beta S.r.l. (i)	Delta S.r.l. (i)	Sigma S.r.l. (r)	Gamma s.r.l. (r)	Epsilon S.r.l. (r)	Zeta S.r.l. (r)	Eta S.r.l. (r)	<i>Totale</i>
Descrizione e dell'output	0,25	0,25	0,25	0	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75/2
Presentazione della <i>Mission</i>	0	0,25	0	0	0	0,25	0	0,25	0,75/2
Individuazione del Target	0,25	0,25	0,25	0	0	0,25	0	0,25	1,25/2
Descrizione e del valore creato per i clienti	0	0,25	0,25	0	0,25	0	0	0,25	1/2
<i>Totale</i>	0,5/1	1/1	0,75/1	0/1	0,5/1	0,75/1	0,25/1	1/1	4,75/8

Tabella 3: *Descrizione del Prodotto/Servizio, risultati ottenuti*

A livello complessivo, in riferimento alla descrizione del prodotto/servizio i dati rivelano una maggiore accortezza dei piani di investimento (media di 0,75/1) rispetto a quelli di risanamento

(media di 0,5/1). Tale stato di cose si spiega con il fatto che la totalità dei piani di investimento ha per oggetto lo sviluppo dell'attuale business e quindi il redattore ha avvertito fortemente la necessità di specificare l'output dell'azienda. Viceversa, i piani di risanamento, nella prassi operativa, sono molto più indirizzati verso l'esposizione delle cause della crisi correndo tuttavia il rischio di tralasciare utili informazioni, come quella in oggetto. Va peraltro sottolineato che i maggiori risultati sono conseguiti dalla descrizione dell'output (totale di 1,75/2) a testimonianza del fatto che quasi tutti i casi in analisi hanno almeno specificato il "cosa" l'impresa fa, anche se tale informazione, come si è evinto, non è sufficiente per centrare l'obiettivo di questa sezione del piano.

2.2.2.2 La descrizione dei principali processi e funzioni operative

Passando al secondo aspetto, la descrizione dei principali processi e funzioni operative ha l'obiettivo di presentare per sommi capi come l'impresa produce il suo output. Questa presentazione dovrebbe far emergere le aree dove maggiormente viene creato valore per il cliente che in aggiunta con quanto sopra scritto circa i prodotti, permette di avere un quadro

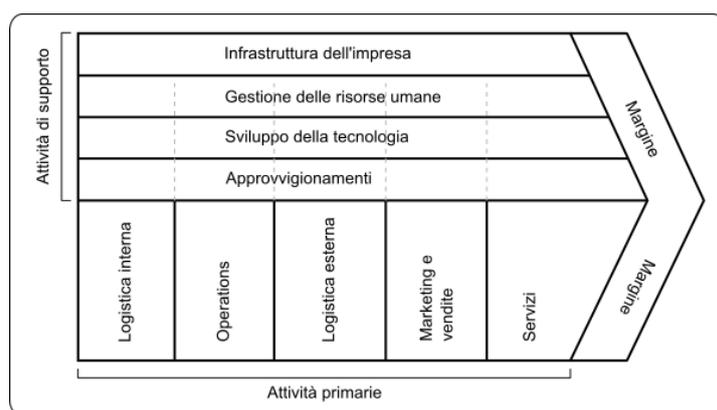


Figura 8: La Catena del Valore di Porter

relativamente completo su quale sia il reale valore aggiunto creato dall'impresa. Dal punto di vista operativo si tratterà di individuare quali attività, usando come riferimento la Catena del Valore di Porter (di cui si riporta un esempio, vedi *Figura 1*), sono responsabili della vera e propria creazione di valore all'interno della società.

Alfa s.r.l.

Con riferimento ad Alfa, il piano della società precisa che: "le lavorazioni sono condotte da personale altamente specializzato mediante utilizzo di macchine utensili a controllo numerico dall'elevato contenuto tecnologico". Così descritto, si intuisce in modo chiaro che il principale apporto di valore viene dato fondamentalmente da due attività: una primaria, rappresentata dalle *Operations* e una di supporto a quest'ultima, vale a dire le risorse umane dal momento che la società dispone di personale specializzato.

Beta s.r.l.

Quanto alla descrizione dei processi di Beta, dalla descrizione del prodotto si era precisato che il principale valore offerto al cliente sta nell'offrire capi di lavorazione artigianale ma a prezzi vicini a quelli della produzione in serie, questo è permesso da una precisa e chiara comprensione

delle operazioni maggiormente responsabili della creazione di valore; infatti, dal piano si evince che: le attività di logistica in entrata così come quelle della logistica in uscita sono tutte addebitate ai clienti, permettendo a Beta un impiego molto ridotto di personale e al cliente un servizio pressoché esclusivo. Un'altra "area di valore" è rappresentata dalla produzione, infatti, l'impresa si preoccupa del solo design dei capi commissionando a soggetti esterni, artigiani di comprovata fiducia, il confezionamento. Infine, tra le attività di valore va menzionato il servizio di minuzioso collaudo che l'impresa offre ai propri clienti prima della spedizione dei capi.

Delta s.r.l.

Quanto a Delta s.r.l., viene descritto che il principale processo operativo consiste nello stoccaggio delle merci e nel loro congelamento; in ogni caso, le attività di valore sono tutte legate alla logistica dal momento che tanto quella interna quanto quella esterna hanno permesso alla società di divenire nel tempo sinonimo di efficienza.

Sigma s.r.l.

Come scritto nella descrizione dei prodotti, il piano di risanamento di Sigma si concentra fin da subito nell'analisi delle cause della crisi mancando in tutto le descrizioni di questa sezione.

Gamma s.r.l.

Le principali attività presentate da Gamma sono essenzialmente due: la prima è lo sviluppo della tecnologia, dal momento che la società è da sempre impegnata nell'attività di ricerca e sviluppo al fine di elaborare le migliori soluzioni per i suoi clienti (a testimonianza i numerosi brevetti visti nella descrizione dei prodotti) e la seconda la produzione, d'altronde visto il settore di appartenenza è logicamente corretto aspettarsi questa area come centrale nella creazione di valore.

Epsilon s.r.l.

Per quanto riguarda Epsilon s.r.l., dal piano della società viene precisato che: "studiare le previsioni del mercato è diventata la metodologia di marketing attuata dall'azienda per investire in innovazione e ricerca oltre che per continuare a tenere alta la qualità dei propri prodotti", è evidente che le principali attività di valore della società sono da ricercarsi nell'area dello sviluppo tecnologico, vista la costante ricerca profusa dalla società e nell'attività di marketing, intesa però come costante monitoraggio dei canali distributivi e delle tendenze di mercato; il tutto senza dimenticare l'attività di produzione essendo una delle poche società presenti nel mercato a disporre di un tale impianto produttivo.

Zeta s.r.l.

Processo particolarmente importante di Zeta s.r.l. è l'attività di gestione, infatti, pur incappando in una situazione di tensione finanziaria, la società, secondo quanto riportato dal piano, si distingue per l'abilità nel gestire un complesso immobiliare relativamente ampio.

Eta s.r.l.

In riferimento a Eta s.r.l., come la descrizione del prodotto ha lasciato trasparire, si può constatare che le attività maggiormente responsabili della creazione di valore sono, come attività di supporto, lo sviluppo della tecnologia dal momento che fin dalla sua fondazione (1977) la società ha sempre investito molte risorse nello studio e nello sviluppo di nuovi prodotti e, in riferimento alle cosiddette attività primarie, l'attività di servizio che la stessa offre ai propri clienti occupandosi direttamente della fornitura e installazione presso il cliente.

<i>Principali Processi e Funzioni Operative</i>								
Alfa S.r.l. (i)	Beta S.r.l. (i)	Delta S.r.l. (i)	Sigma S.r.l. (r)	Gamma s.r.l. (r)	Epsilon S.r.l. (r)	Zeta S.r.l. (r)	Eta S.r.l (r)	<i>Totale</i>
1	1	1	0	1	1	1	1	7/8

Tabella 4: Principali Processi e Funzioni Operative, risultati ottenuti

Riepilogando quanto emerso si può notare che in tutti i casi oggetto di indagine è stato centrato l'obiettivo della descrizione dei principali processi e funzioni operative, dal momento che ogni società ha avuto l'abilità di esplicitare non solo, seppur a grandi linee, come il loro output caratteristico venga creato ma anche quali siano le principali attività che maggiormente le distinguono dai propri competitor e, pertanto, sintomi di una certa capacità di creare valore.

2.2.2.3 La descrizione delle strutture

L'obiettivo della descrizione delle strutture dell'impresa ha come obiettivo quello di localizzare geograficamente l'impresa e il grado di coerenza di quest'ultima. Infatti, tanto più il prodotto sarà innovativo tanto più il destinatario si aspetterà impianti e macchinari all'avanguardia oppure che le sedi siano sufficientemente vicine ai mercati di approvvigionamento o di sbocco e qualora così non fosse sarebbe opportuno presentare una giustificazione.

Prendendo in esame i casi oggetto di analisi, la situazione che emerge in riferimento alla descrizione delle strutture dell'impresa è la seguente:

<i>Descrizione delle Strutture dell'Impresa</i>								
Alfa S.r.l. (i)	Beta S.r.l. (i)	Delta S.r.l. (i)	Sigma S.r.l. (r)	Gamma s.r.l. (r)	Epsilon S.r.l. (r)	Zeta S.r.l. (r)	Eta S.r.l (r)	Totale
0	0	1	0	1	1	1	1	5/8

Tabella 5: Descrizione delle Strutture, risultati ottenuti

Se ci si fermasse a questo risultato, inevitabilmente, si concluderebbe che poco più della metà dei piani oggetto di indagine ha descritto le strutture dell'impresa. Questa considerazione, matematicamente corretta, va inevitabilmente analizzata al fine di scovare eventuali giustificazioni in riferimento a tale scelta da parte dei redattori. La principale considerazione da fare è legata alla tipologia di piano tenendo conto che 3 piani su 8 sono d'investimento e i restanti sono di risanamento; selezionando i soli piani di investimento (Alfa s.r.l., Beta s.r.l. e Delta s.r.l.) si scopre che solo una delle tre, Delta s.r.l., ha presentato la descrizione delle strutture dell'impresa. Questo è dato dal fatto che entrando nel vivo del piano di Delta si scopre che l'investimento-causa della redazione del piano è un investimento di tipo immobiliare e perciò appare del tutto coerente l'aver precisato nella descrizione dell'impresa la situazione di partenza con le strutture già di proprietà della società. Per le altre, invece, la scelta del redattore è ricaduta nell'omettere queste descrizioni dal momento che, come precisato all'inizio del capitolo, i destinatari del piano sono, a seconda dei casi, due soggetti ben distinti:

- Da una parte la proprietà e, in tal caso, la scelta di non descrivere le strutture seppur formalmente sbagliata trova giustificazione nel fatto che questi soggetti dovrebbero essere a conoscenza delle strutture;
- Dall'altra gli istituti di credito, i quali nella prassi operativa, come si vedrà in seguito, nel momento in cui si trovano di fronte ad un piano di investimento sono interessati alla capacità dell'impresa (e dell'investimento) di generare flussi di cassa a servizio del debito (free cash flow to debt).

Pertanto, ad eccezione di Delta (coerente con la tipologia di investimento), la scelta degli altri due piani di non inserire la descrizione trova una precisa giustificazione anche se, in sede formale, questo rimane comunque un errore.

Passando ai piani di risanamento, si scopre che ad eccezione di Sigma³⁷, tutti i piani presentano una precisa e accurata descrizione delle strutture della società. Questo trova giustificazione nel fatto che i piani di risanamento in determinate fattispecie, sopra precisate, devono essere omologati dal Tribunale e, qualora essi mancassero di qualche informazione, quest'ultimo

³⁷ Come scritto in precedenza, il piano di Sigma manca di tutta la parte descrittiva, concentrandosi sulle sole analisi delle cause della crisi

inevitabilmente chiederebbe al redattore di integrare il piano con le informazioni mancanti, pertanto, non deve stupire che la maggior parte di essi (4/5) sia completa di tutte le informazioni che il piano di risanamento (si veda capitolo 1) richiede.

Quanto al loro contenuto, le descrizioni si limitano alla sola precisazione della collocazione geografica delle varie sedi che per giustificati motivi non è possibile inserire in questo contributo.

In definitiva, tenendo conto delle considerazioni emerse, è possibile concludere che, nonostante la sola metà dei casi analizzati presenti le descrizioni richieste, queste non possono considerarsi sufficientemente esaustive circa gli obiettivi che questa parte del piano ha come prerogativa.

2.2.2.4 L'organizzazione attuale

Quanto all'organizzazione attuale l'obiettivo è quello di far presente le specialità tecniche e di capitale umano di cui l'impresa dispone sia in riferimento ai ruoli apicali e quindi al management (magari evidenziandone le competenze e il trascorso professionale) sia in riferimento al personale dipendente.

Passando all'analisi dei casi, tutti i piani oggetto di analisi presentano l'organizzazione attuale, tuttavia per alcuni la descrizione può definirsi relativamente esaustiva, per altri invece, pur riconoscendone la presenza, non si può dire lo stesso. Alfa s.r.l., per esempio, si limita a precisare che l'organizzazione attuale è prevalentemente composta da personale altamente specializzato ma non dice nulla circa le diverse mansioni e non fa riferimento alcuno ai ruoli apicali della società.

Diametralmente opposti ad Alfa sono tutti gli altri piani i quali si focalizzano sulla sola presentazione del management della società, ad eccezione di Gamma (che presenta tanto i ruoli apicali, tanto il personale operativo) e Sigma (che non presenta nulla),

La presentazione del management, inoltre, è limitata alla sola elencazione dei membri del consiglio di amministrazione senza riferimento alcuno al trascorso professionale di questi soggetti. Di questi si distingue il piano presentato da Beta s.r.l. poiché non manca di precisare le capacità professionali dei soggetti apicali; va però detto che le *assumptions economiche* alla base del piano prevedono un rimodellamento consistente dei ruoli dirigenziali della società, rendendosi pertanto necessario, ai fini della generale comprensione del piano, precisare la situazione di partenza.

Infine, come si scriveva il piano di Gamma è l'unico ad aver precisato tanto i ruoli di vertice della società tanto la totalità delle risorse umane presenti in azienda, con buona probabilità questo è stato fatto³⁸ perché, come vedremo in seguito, anche in questo caso le *assumptions*

³⁸ Infatti, il livello di dettaglio usato da Gamma non è paragonabile agli altri piani di risanamento

economiche si fondano in parte sulla “ristrutturazione” dei ruoli apicali e dall’altra sull’efficientamento dei costi relativi al personale.

Riepilogando:

Organizzazione Attuale									
	Alfa S.r.l. (i)	Beta S.r.l. (i)	Delta S.r.l. (i)	Sigma S.r.l. (r)	Gamma s.r.l. (r)	Epsilon S.r.l. (r)	Zeta S.r.l. (r)	Eta S.r.l. (r)	Totale
Personale Apicale	0	0,33	0,33	0	0,33	0,33	0,33	0,33	2/ 2,66
Competenze	0	0,33	0	0	0,33	0	0	0	0,66/ 2,66
Personale Dipendenti	0,33	0	0	0	0,33	0	0	0	0,66/ 2,66
Totale	0,33/1	0,66/1	0,33/1	0/1	1/1	0,33/1	0,33/ 1	0,33/1	3,33/8

Tabella 6: Organizzazione Attuale, risultati ottenuti

2.2.3 Mercato di riferimento e contesto competitivo

Ulteriore elemento della Descrizione della strategia realizzata è l’analisi del mercato di riferimento e del contesto competitivo. Come si scriveva nel Capitolo 1, l’obiettivo è offrire particolare rilievo alla descrizione delle forze competitive al fine di stimarne l’attrattività nonché la valutazione del posizionamento dell’organizzazione rispetto ai principali competitor, formatosi nel corso degli anni.

L’identificazione del settore di riferimento deve essere correttamente calibrata in modo tale da non essere né troppo generica né troppo ristretta poiché funzionale all’emersione dei possibili fattori chiave di successo che stanno alla base della profittabilità del settore stesso. In questa sede uno degli strumenti maggiormente utilizzati è il modello delle 5 forze di Porter³⁹. Tale modello individua le cinque forze che plasmano la competizione in un settore:

- il potere contrattuale degli acquirenti;
- il potere contrattuale dei fornitori;
- la concorrenza interna;
- la minaccia di prodotti sostitutivi;

³⁹ M.E. Porter, *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, in “Harvard Business Review”, 57, gennaio 2008, pp 57-71

- le barriere all'entrata di nuovi concorrenti.

Il modello di Porter ha l'assoluto vantaggio di offrire uno schema di analisi utile a comprendere fra le altre cose, il grado di attrattività di un settore, gli elementi che determinano la sua profittabilità e pertanto consente di concentrare investimenti e sforzi sugli elementi realmente adatti a creare valore. Inoltre, permette di sottolineare le minacce e le opportunità che contraddistinguono la specifica arena competitiva all'interno della quale l'impresa opera o intende operare. In quanto tale, può quindi guidare l'impresa nella scelta dei settori in cui essere presente o da cui eventualmente uscire.

Va anche sottolineato che esistono dei limiti a questo modello; il principale limite che viene imputato al modello in questione è quello di avere una natura statica giacché non tiene conto della natura dinamica della concorrenza capace cioè di modificare la stessa struttura e attrattività del settore; inoltre, non tiene conto delle possibili logiche di cooperazione e concentrazione che si possono sviluppare tra imprese operanti nel medesimo settore, logiche che la teoria dei giochi ha messo chiaramente in luce.

Tale modello è stato preso come riferimento al fine di valutare i piani delle società oggetto di indagine, tuttavia va precisato che nessuno dei piani presenta in modo puntuale il Modello di Porter ma lo scrivente ha tentato di ricavare gli elementi che lo costituiscono sulla base delle informazioni contenute nella parte introduttiva dei piani e laddove questo non sia stato possibile si è concluso con una votazione negativa. Come prima, si procederà caso per caso con l'obiettivo di: individuare il settore di appartenenza di ogni società, la descrizione delle forze competitive che caratterizzano il settore (utilizzando il modello appena descritto) e il posizionamento dell'impresa. La valutazione attribuisce un punto per ogni elemento di cui sopra correttamente individuato o facilmente ricavabile dalla lettura del piano, inoltre, va precisato che per la costruzione del modello di Porter sono stati assegnati 0,2 punti per ogni voce del modello che la lettura del piano ha permesso di costruire.

Alfa s.r.l.

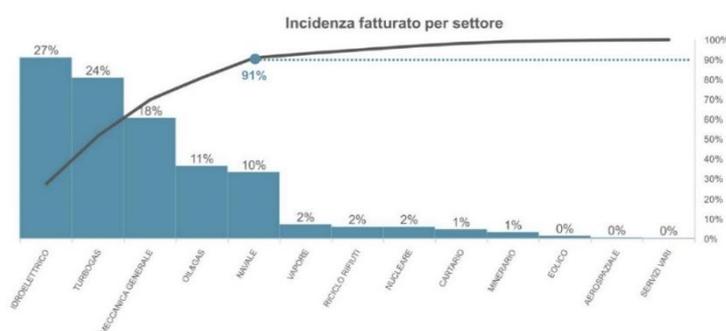


Figura 9. Fonte: Piano d'Investimento della società

Quanto ad Alfa s.r.l., il principale settore di attività servito è quello energetico, come si evince dal grafico elaborato dalla società e qui riportato (Figura 2); oltre a questo risultano prevalenti anche quello della meccanica leggera (siderurgia, infrastrutture ed impiantistica), il navale ed il cartario. Tuttavia, il settore energetico, stando a quanto riportato

nel piano, si conferma il settore con la maggiore complessità tecnica dei componenti coinvolti e quindi, almeno potenzialmente, esprime livelli di valore aggiunto più elevati dovuti anche ad un minor impatto concorrenziale.

Passando all'analisi delle forze competitive, secondo il modello di Porter, dal piano si evince che:

- quanto ai prodotti sostitutivi, risulta evidente che, essendo Alfa collegata al settore energetico in quanto fornitrice della componentistica di grande dimensione e non direttamente nella “creazione, gestione e commercializzazione” dell'energia, indipendentemente dagli sviluppi che il settore può avere (rinnovabile piuttosto che fossile) le componenti meccaniche saranno sempre presenti e di conseguenza non pare esserci una rilevante minaccia di prodotti sostitutivi;
- quanto alla minaccia di nuove entrate, va tenuto conto che il settore è caratterizzato dal fatto che l'ingresso richiede, in primis, un ingente investimento in impianti specifici il cui valore difficilmente potrà essere recuperato qualora si decidesse di uscire (c.d. *sunk cost*) e, in secundis, l'efficienza richiede operazioni su larga scala (c.d. economie di scala); di conseguenza la minaccia di nuove entrate è relativamente bassa viste le evidenti barriere all'entrata presenti;
- quanto alla rivalità fra concorrenti, il piano lascia intuire che il settore non è caratterizzato da una forte concorrenza dal momento che la concentrazione è relativamente alta (viste il numero ridotto delle società impegnate nella produzione di componenti di grandi dimensioni);
- quanto al potere contrattuale degli acquirenti, il piano lascia intuire che la clientela ha un forte potere contrattuale nei confronti di Alfa e lo si evince dalle dimensioni di quest'ultimi rispetto alla stessa società;
- quanto ai fornitori, Alfa interagisce direttamente con i produttori di commodities e di conseguenza il potere contrattuale esercitato nei confronti di quest'ultimi è molto basso.

Beta s.r.l.

Per quanto riguarda Beta s.r.l., dal piano presentato dalla società si legge che il settore di appartenenza è quello delle confezioni sartoriali. A differenza del piano di Alfa il quale presentava una precisa analisi del settore di appartenenza, quello di Beta è relativamente povero in questo senso. Infatti, circa l'analisi delle forze competitive l'unico dato ricavabile dal piano è quello legato al potere contrattuale dei clienti che si evince essere alto e a favore di quest'ultimi. Infatti, tra i principali clienti di Beta compaiono importanti marchi del settore quali Hermès, Chloè, Louis Vuitton, Givenchy e Balenciaga e questi certamente esercitano un forte potere nei confronti di Beta.

Delta s.r.l.

In riferimento all'analisi del mercato di riferimento e del contesto competitivo il piano presentato da Delta è, per certi versi, simile a quello di Beta. Delta opera nel settore dei trasporti e della logistica, in particolare, la società si è specializzata nella conservazione e nella distribuzione di prodotti alimentari surgelati. Questa scelta, si legge dal piano, ha permesso a Delta di posizionarsi in una zona di nicchia del vasto mercato di riferimento, ma tale considerazione non viene avallata da nessun riferimento a dati di mercato e di conseguenza rimane, in un certo senso, un'informazione vuota. Quanto al modello di Porter, si riesce a dedurre che:

- per quanto riguarda la minaccia di nuovi entranti, il settore richiede investimenti considerevoli in strutture di stoccaggio e, nel caso particolare della società, in ricerca e sviluppo dal momento che si tratta di immagazzinamento di prodotti alimentari surgelati;
- per quanto riguarda il potere contrattuale degli acquirenti, tenendo conto che quest'ultimi sono prevalentemente società operanti nell'industria alimentare le quali devono consegnare ai loro clienti prodotti freschi (e quindi ben conservati) risulta evidente che i clienti della società sono relativamente poco sensibili al prezzo vista l'importanza del servizio offertogli da Delta.

Gamma s.r.l.

In riferimento a Gamma, la società opera nel settore della produzione di macchine soffiatrici, come nel caso di Beta e Delta anche in questo le informazioni contenute nel piano non sono del tutto sufficienti a tratteggiare un quadro completo delle forze competitive agenti nel settore di riferimento della società. Dal piano le poche informazioni che si riescono a estrapolare riguardano prevalentemente la minaccia di nuovi entranti dal momento che il settore presenta delle considerevoli barriere in entrata costituite prevalentemente dalle competenze che bisognerebbe sviluppare prima di presentare un prodotto almeno simile a quello presente nel mercato; infatti, per pareggiare la dotazione di brevetti, know-how aziendale, certificazioni di prodotto e certificazioni aziendali vi sarebbe bisogno di considerevoli investimenti in ricerca e sviluppo, tali da scoraggiare anzi tempo qualsiasi terzo intenzionato ad entrare nel mercato. Sebbene il piano della società precisi che la clientela è costituita principalmente da oltre 40 soggetti attivi per la sola vendita di impianti e da più di 300 soggetti relativamente l'attività di service, mancando ogni riferimento a quest'ultimi soggetti, è difficile concludere che il potere contrattuale è in mano ad una parte piuttosto che ad un'altra e, pertanto, resta un'informazione poco utile ai fini del modello di Porter.

Epsilon s.r.l.

Il settore di appartenenza di Epsilon è quello dei prodotti alimentari, in particolare i “*free from*”, ossia i prodotti che vantano l’assenza di determinati ingredienti o sostanze.

In riferimento alle forze competitive, per quanto riguarda la presenza di prodotti sostitutivi la particolare nicchia di mercato presidiata da Epsilon è priva di prodotti sostitutivi. Questa forte affermazione merita una precisazione poiché per i soggetti che presentano intolleranze al glutine non esistono sostituti mentre qualora si considerino i soggetti che consumano tale prodotto pur non riscontrando particolari intolleranze esistono dei sostituti, rappresentati dai tradizionali prodotti a base di glutine. Per quanto concerne la minaccia di nuove entrate, il settore di nicchia presidiato dalla società è particolarmente attrattivo, visti i trend di mercato. Tuttavia, i *player* del settore possono contare su barriere all’entrata quali il livello delle tecnologie e delle competenze necessarie, gli investimenti necessari per avviare la produzione di tali prodotti (qualora, infatti, un terzo decidesse di cominciare a produrre tali prodotti, dovrebbe prima di tutto isolare la produzione dalla restante attività aziendale per non correre il rischio di contaminare i prodotti senza glutine) i vantaggi assoluti di costo e la possibilità di sfruttare le economie di scala. In materia di rivalità fra concorrenti, il livello generale dell’intensità della concorrenza appare piuttosto basso visti i pochi produttori. Quanto al potere contrattuale dei clienti, giova sottolineare che le aziende del settore (e di conseguenza anche Epsilon, anche se dagli anni 2000 ha cominciato ad investire su una produzione a marchio proprio) tendono a lavorare per conto terzi, annoverando tra i loro clienti i principali operatori del settore alimentare, i quali, pertanto, preferiscono rivolgersi all’esterno piuttosto che sviluppare internamente le competenze per tale produzione. Di conseguenza il rischio che quest’ultimi decidano di produrre internamente è sempre presente e perciò il potere contrattuale è tendenzialmente nelle loro mani. Inoltre, i prodotti sono generalmente poco differenziati (tutti sono senza glutine) e questo comporta una certa facilità per gli acquirenti a cambiare fornitore sulla sola base del prezzo. A proposito dei fornitori, il piano della società non fornisce indicazione alcuna a riguardo.

Come si scriveva, la società presidia una nicchia di mercato, rispetto al generale settore dei produttori di alimenti; a dimostrazione di ciò dal piano della società (riportando i dati dell’Osservatorio Immagino, GS1-Nielsen) si legge che “complessivamente i prodotti alimentari rivolti agli intolleranti al lattosio o al glutine (esclusi acqua e alcolici) sono arrivati a sfiorare il tetto degli 8 mila prodotti, grazie a 1.946 nuovi prodotti sul cui packaging sono comparsi *claims* riferiti all’assenza di glutine o lattosio. Così oggi il 13% dei quasi 61 mila prodotti presenti nell’Osservatorio Immagino si rivolge espressamente a chi soffre di

intolleranze alimentari, diagnosticate o presunte, e anche a chi, pur non avendo intolleranze accertate, decide di seguire questo regime alimentare”.

Zeta s.r.l.

Il piano di Zeta è sotto il punto di vista dell’analisi del mercato di riferimento e del contesto competitivo molto scarno, dal momento che precisa solamente che la società opera nel settore della gestione e realizzazione (ma prevalentemente gestione) di immobili.

Eta s.r.l.

Quanto a Eta s.r.l., essa come si precisava nel paragrafo precedente opera in diversi settori, comunque collegati al prodotto realizzato dalla società. Eta, infatti, storicamente opera nel settore delle auto blindate realizzando vetri antiproiettile e antischeggia, ancora oggi settore trainante, ma nel tempo ha via via investito in altri settori quali quello delle auto speciali (realizzando particolari vetri che consentono la riflessione del calore e la riduzione acustica), quello navale (realizzando vetri per usi marini), quello delle auto da corsa, quello del Aerospace (producendo cupole della cabina di guida per aerei civili e militari e parabrezza in vetro lavorato per l’industria aeronautica chimicamente e termicamente rafforzati), quello ferroviario e recentemente nel settore dell’edilizia attraverso la produzione di vetri trasparenti o cromaticamente modulati per il controllo del sole o della luce.

In riferimento alle forze competitive dal piano si comprende che:

- esistono dei prodotti sostitutivi, infatti, il mercato potrebbe sostituire il vetro con delle resine meno costose ma ugualmente efficienti;
- quanto alla minaccia di nuove entrate, il settore ha delle evidenti barriere all’entrata rappresentate in primis dalle competenze necessarie per realizzare un simile prodotto; senza contare che il settore si caratterizza per relazioni di lungo periodo con la propria clientela, divenendo preminente il livello di fiducia che necessariamente deve essere creato. Inoltre, il fabbisogno di capitale per affermarsi all’interno del settore è relativamente alto, scoraggiando così eventuali nuove entrate;
- il settore è caratterizzato da un’alta concentrazione (poche imprese) e di conseguenza la rivalità fra i concorrenti è relativamente bassa;
- quanto al potere contrattuale dei clienti, si precisa che essendo il prodotto particolarmente importante per la clientela della società (il vetro blindato, nelle auto blindate è la caratteristica per antonomasia), gli acquirenti sono poco sensibili al prezzo, anche se questo punto di forza è da temperare con la capacità di integrazione verticale che la clientela può esercitare;
- quanto ai fornitori, Eta interagisce direttamente con i produttori di commodities e di conseguenza il potere contrattuale esercitato nei confronti di quest’ultimi è molto basso.

Infine, il piano nulla precisa circa il posizionamento della società.

Considerando complessivamente i dati emerge che:

Mercato di Riferimento e Contesto Competitivo										
		Alfa S.r.l. (i)	Beta S.r.l. (i)	Delta S.r.l. (i)	Sigma S.r.l. (r)	Gama S.r.l. (r)	Epsilon S.r.l. (r)	Zeta S.r.l. (r)	Eta S.r.l. (r)	Totale
Settore		1	1	1	0	1	1	1	1	7/8
Forze competitive (Modello di Porter)	<i>Prodotti Sostituiti</i>	0.2	0	0	0	0	0.2	0	0.2	0,6/1,6
	<i>Minaccia a nuove entrate</i>	0.2	0	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	1/1,6
	<i>Rivalità concorrenti</i>	0.2	0	0	0	0	0.2	0	0.2	0,6/1,6
	<i>Potere contrattuale clienti</i>	0.2	0.2	0.2	0	0	0.2	0	0.2	1/1,6
	<i>Potere contrattuale fornitori</i>	0.2	0	0	0	0	0	0	0.2	0,4/1,6
	Totale		1	0.2	0.4	0	0,2	0.8	0	1
Posizionamento		0	0	0,5	0	0	1	0	0	1,5/8
Totale		2/3	1,2/3	1,9/3	0/3	1,2/3	2,8/3	1/3	2/3	12,1/24

Tabella 7: Mercato di riferimento e contesto competitivo, risultati ottenuti

Dai dati riportati in tabella emerge in modo evidente che tutti i piani hanno, almeno in parte, fornito utili informazioni in riferimento al mercato e al settore di appartenenza. Emerge, infatti, che la media dei risultati ottenuti si assesta attorno al valore di 1,5; in aggiunta, si può notare come la totalità dei piani di investimento (Alfa, Beta e Delta) totalizzi un valore medio di 1,7 contro l'1,4 dei piani di risanamento, a dimostrazione del fatto che quest'ultimi sono caratterizzati da un metodo di approccio prevalentemente orientato all'interno dell'azienda al fine di scovare le zone di inefficienza gestionale. I piani di investimento invece paiono leggermente più sensibili alle dinamiche del settore attuale dell'impresa poiché esso può inevitabilmente costituire la base di partenza di eventuali nuove strategie di mercato.

2.3 I risultati ottenuti

In questa prima parte trova posizione anche l'analisi storica dei dati economici, finanziari e patrimoniali dell'azienda. L'obiettivo è quello di presentare l'andamento economico e finanziario e patrimoniale.

Vale la pena precisare che i dati economici, finanziari e patrimoniali devono essere coerenti con quanto emerso tanto in sede di descrizione delle attività quanto in sede di presentazione del settore di riferimento. Infatti, nel presentare e confrontare i casi oggetto di trattazione, lo scrivente non si è solo concentrato sulla presenza/assenza di questo tipo di informazioni ma è stato dato peso al fatto che queste siano coerenti con quanto emerso dalle descrizioni dei precedenti paragrafi, in rispetto dei requisiti minimi del piano, sia esso d'investimento o di risanamento. In altre parole, ci si è serviti dei dati esposti in questa sezione in primis per valutare la strategia attuata (attraverso l'analisi dei principali risultati ottenuti) e, in secundis, come strumento utile a valutare la coerenza delle informazioni contenute nei piani e oggetto dei paragrafi precedenti. Per fare un esempio, raccontare di un settore in forte crescita, con solide barriere all'entrata, dove la rivalità competitiva è molto bassa o addirittura assente e poi in sede di presentazione dei dati economici, finanziari e patrimoniali emerge una marginalità molto bassa oppure un ROI (Return on Investment) relativamente basso minerebbe la credibilità delle analisi presentate.

In particolare, delle società che hanno presentato all'interno del piano i dati di bilancio si sono selezionati indicatori economici, patrimoniali e alcuni indici di rotazione⁴⁰ (magazzino, crediti e debiti commerciali).

Per quanto riguarda gli indicatori economici si sono selezionati:

- *i ricavi di vendita*, segnalando il loro tasso di crescita calcolato attraverso il CAGR⁴¹, in quanto capaci di raccontare eventuali trend positivi o comunque di una società in crescita (fermo restando la necessità di un confronto con i principali competitors);
- *l'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) e l'EBITDA margin*, il primo inteso come la differenza tra i ricavi di vendita e il costo della produzione e il secondo il rapporto tra EBITDA e i ricavi; l'EBITDA è una grandezza molto importante poiché oltre evidenziare la ricchezza prodotta dall'azienda in riferimento alla sola gestione caratteristica, è in grado di fornire una prima rapida

⁴⁰ Sono presi in considerazione per il loro valore segnaletico finanziario, in quanto la loro consistenza segnala la capacità aziendale di produrre liquidità in termini più o meno brevi.

⁴¹ Secondo Borsa Italiana: $CAGR = \left(\frac{X_n}{X_0}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$, dove X_n è rappresentato dall'ammontare dei ricavi all'ultimo anno di osservazione, X_0 è l'ammontare degli stessi al primo anno di osservazione e n il numero di periodi considerati

approssimazione del valore del *cash flow* in quanto identifica il flusso che potenzialmente l'impresa è in grado di generare⁴² se tutti i ricavi fossero stati incassati e pagati tutti i costi correnti.

- *l'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) e l'EBIT margin*, il primo è calcolato sottraendo dall'EBITDA i costi operativi tra i quali rientrano anche gli ammortamenti, il secondo, come sopra, è il rapporto tra lo stesso e i ricavi; esso rappresenta una misura del risultato operativo prima del pagamento degli interessi e delle imposte. Come l'EBITDA anche l'EBIT è in grado di segnalare l'andamento della sola gestione caratteristica indipendentemente dalle modalità con cui la stessa è finanziata⁴³, tuttavia mentre il primo non risente degli ammortamenti (e quindi della "struttura" dell'impresa) il secondo sì;
- *il risultato d'esercizio e il rapporto tra esso e i ricavi*;
- *il ROE (Return on Equity)*, inteso come rapporto tra il risultato d'esercizio e il patrimonio netto; esso misura in termini percentuali la redditività del capitale di proprietà rappresentato dal patrimonio netto;
- *il ROI (Return on Investment)* inteso come rapporto tra l'EBIT e il Capitale Investito; esso è una grandezza di notevole importanza poiché in grado di misurare in termini percentuali l'andamento del business, rappresentato dalla gestione caratteristica (EBIT) ed esprime la capacità dell'impresa di remunerare sia i mezzi propri che i mezzi di terzi, cioè la convenienza dell'investimento indipendentemente dalle modalità di finanziamento dello stesso.

Tra gli indicatori di struttura finanziaria sono state selezionate delle grandezze stock, rappresentate dall'ammontare del patrimonio netto e della posizione finanziaria netta, intesa come la differenza tra le passività e le attività finanziarie.

⁴² Dalla gestione corrente

⁴³ La gestione finanziaria e fiscale impatterà nel momento in cui si andranno a considerare i proventi e gli oneri finanziari e le imposte relative all'esercizio.

Alfa s.r.l.

Per quanto riguarda Alfa, dal piano di investimento presentato dalla società emerge che:

Indicatori economici		/000 euro		
		31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Ricavi di Vendita		€ 15.019	13.197	11.976
	CAGR	%		-7,3%
EBITDA		€ 1.608	1.833	1.894
	CAGR			5,6%
EBITDA/Ricavi		% 10,7%	13,9%	15,8%
EBIT		€ 160	191	337
	CAGR			28,2%
EBIT/Ricavi vendite		% 1,1%	1,4%	2,8%

Tabella 8: Dati storici di Alfa, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società

Pochi sono i dati presentati dal piano rispetto a quelli che si potevano esibire; manca, infatti, qualsiasi riferimento a importanti indici come il ROE o come il ROI così come mancano del tutto informazioni patrimoniali e finanziarie. Tuttavia, i dati presentati sono relativamente coerenti con quanto emerso dalle analisi precedenti. Infatti, in sede di presentazione delle attività si scriveva che: “le lavorazioni sono condotte da personale altamente specializzato mediante utilizzo di macchine utensili a controllo numerico dall’elevato contenuto tecnologico” questa precisazione dovrebbe tendenzialmente coincidere con dei margini alti. Tuttavia, è difficile valutare la consistenza della marginalità senza fare riferimento ai principali competitors poiché per concludere che quest’ultimi siano sufficientemente alti si necessita di un metro di paragone rappresentato dalla marginalità ottenuta dai principali competitors; sapientemente la società ha l’accortezza di presentarli:

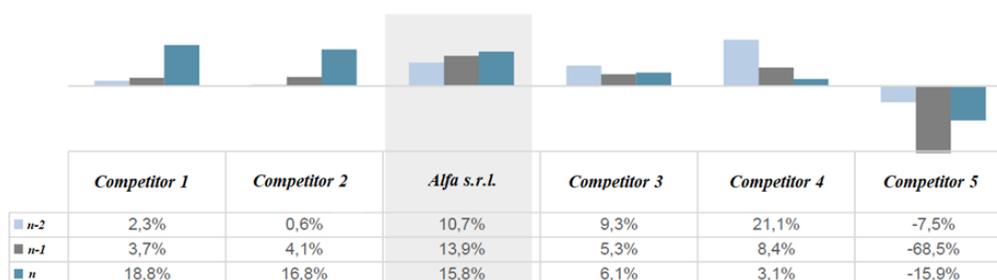


Figura 10: EBITDA Margin di Alfa e competitors. Fonte: piano d’investimento presentato dalla società

Come si evince dalla Figura 3 la marginalità di Alfa è tendenzialmente alta in confronto ai suoi competitors rendendo pertanto coerente e credibile il fatto che la produzione della società, in linea con quanto presentato, è capace di conseguire un alto valore aggiunto. Dalla presentazione del settore di riferimento il piano di Alfa precisava che l’esistenza di prodotti sostitutivi è quasi del tutto assente, che il settore è caratterizzato da considerevoli barriere in entrata, che la concorrenza non è serrata e, infine, il potere contrattuale esercitato dalla società nei confronti

di acquirenti e fornitori è relativamente molto basso. Queste considerazioni dovrebbero trovare riferimento nei dati economici e finanziari, magari presentando opportuni indici (come per esempio il ROI) in grado di giustificare sotto il punto di vista effettivo quanto scritto; invece, in questa sede, Alfa non presenta alcun dato in riferimento se non il fatto che il fatturato sia in calo lasciando intravedere una certa flessione negativa nel settore, confermata dal fatto che anche i ricavi dei competitor è in calo, come si evince dalla figura 4.

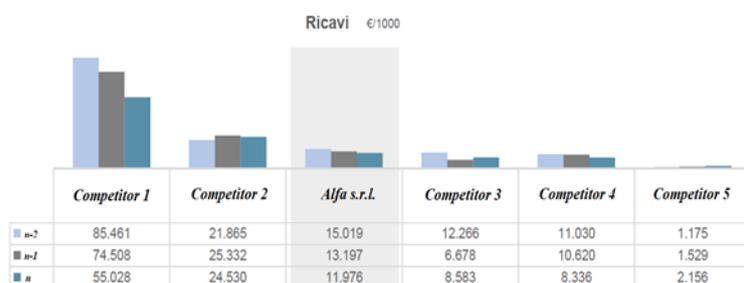


Figura 4: Ricavi Alfa. Fonte: piano d'investimento presentato dalla società

Questo appare non del tutto allineato a quanto evidenziato dal Modello di Porter ed è naturale chiedersi se questa precisazione sia del tutto coerente con i risultati conseguiti dalla società e dai suoi competitor. Pertanto, in

linea di massima, i dati presentati dalla società non sono sufficientemente esaustivi rispetto allo scopo di questa sezione del piano; tuttavia, possono essere considerati almeno in parte coerenti rispetto alle precedenti sezioni.

Delta s.r.l.

In riferimento a Delta si presentano i seguenti risultati:

		/000 euro			
Indicatori economici		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Ricavi di Vendita	€	4.605	5.226	5.854	6.181
	CAGR				7,6%
EBITDA	€	369	390	408	463
	CAGR				5,8%
EBITDA/Ricavi	%	8,0%	7,5%	7,0%	7,5%
EBIT	€	210	184	173	190
	CAGR				-2,5%
EBIT/Ricavi vendite	%	4,6%	3,5%	3,0%	3,1%
Risultato d'esercizio	€	14	44	45	89
Risultato d'esercizio/Ricavi di vendita	%	0,3%	0,8%	0,8%	1,4%
ROE	%	10,8%	25,3%	20,5%	28,9%
ROI	%	7,5%	7,6%	6,7%	7,6%

Indicatori di struttura finanziaria		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Patrimonio netto	€	130	174	220	309
NFP (no TFR)/ Equity		20,48	12,97	10,65	7,10
Posizione finanziaria netta	€	2662	2256	2344	2195

Indicatori di liquidità		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Tempi medi giacenza scorte	gg.	2,7	1,7	0,9	0,5
Tempi medi d'incasso crediti commerciali	gg.	144	122	120	111
Tempi medi di pagamento debiti commerciali	gg.	123	122	110	152

Tabella 9: Dati storici di Delta, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società

Il piano di Delta seppur completo delle principali informazioni richieste dalla presente sezione è deficitario in riferimento al confronto con i principali competitor. Come si è letto precedentemente, infatti, la società si colloca in una nicchia di mercato e pertanto sarebbe stato opportuno fare riferimento ad altri player per evincersi la reale natura di tale nicchia. Fatte queste considerazioni, è difficile esprimersi sulle grandezze assunte non solo dai margini ma anche dai più generali indicatori di redditività come il ROI e il ROE; tuttavia, si può certamente constatare che la società opera in un settore decisamente in crescita come testimonia l'andamento dei ricavi, i quali registrano un CAGR del 7,6%. Inoltre, la relativa stabilità che assume la redditività del capitale investito nel quadriennio considerato sembra confermare il fatto che il settore presenta delle considerevoli barriere all'entrata, prima fra tutte la necessità di ingenti investimenti per la ricerca e sviluppo ma anche per le strutture adibite all'immagazzinamento dei prodotti surgelati. In sede di presentazione delle principali attività il piano aveva individuato il fondamentale contributo della logistica e ciò sembra confermato dall'analisi dei tempi medi di giacenza delle scorte che unitamente alla tipologia di business sono indizio di una gestione efficiente del magazzino. Da ultimo, è possibile confermare il fatto che la società detiene un certo potere contrattuale nei confronti dei propri fornitori e clienti come testimonia l'andamento dei tempi medi di incasso e di pagamento dei crediti e dei debiti commerciali.

Gamma s.r.l.

Quanto a Gamma s.r.l., vengono presentati i seguenti dati:

		/000 euro			
Indicatori economici		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Ricavi di Vendita	€	14.308	16.835	15.237	12.701
	CAGR				-2,93%
EBITDA	€	1.514	1.472	1.493	-453
EBITDA/Ricavi	%	11%	9%	10%	-4%
EBIT	€	700	840	725	-832
EBIT/Ricavi vendite	%	5%	5%	5%	-7%
Risultato d'esercizio	€	7	110	53	-4.167
Risultato d'esercizio/Ricavi di vendita	%	0,05%	0,65%	0,35%	-33%
ROE	%	0,5%	6,6%	3,0%	n.s.
ROI	%	9,21%	9,88%	7,82%	n.s.

Indicatori di struttura finanziaria		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Patrimonio netto	€	1.569	1.680	1.732	-2.435
NFP (no TFR)/ Equity	%	353%	435%	406%	-295%
Posizione finanziaria netta	€	5.546	7.302	7.040	7.193

Indicatori di liquidità		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Tempi medi giacenza scorte	gg.	102	89	106	187
Tempi medi d'incasso crediti commerciali	gg.	113	99	102	42
Tempi medi di pagamento debiti commerciali	gg.	196	105	126	134

Tabella 10: Dati storici di Gamma, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società

In questa sede il piano di risanamento di Gamma seppur completo dei principali dati economici, finanziari e patrimoniali manca del tutto nel confronto con i principali competitor, infatti, precisando che la società si configura come leader globale nella produzione di macchine soffiatrici ci si doveva perlomeno aspettare un paragone con gli altri player del mercato.

Nelle analisi non si è considerato l'ultimo anno (31.12.n) poiché sarà oggetto d'indagine nel momento in cui si andranno a presentare l'analisi delle cause della crisi nel terzo capitolo.

Considerando che in sede di presentazione delle attività, la società aveva individuato le principali "aree di valore" nella produzione (grazie alla ideazione di soluzioni tecnologicamente avanzate) e nella continua attività di ricerca e sviluppo, i margini si assestano sul valore medio del 5%. Tuttavia, risulta difficile concludere circa la connessione tra i dati presentati e quanto appena ricordato dalla presentazione delle attività dal momento che non si dispone di dati riguardanti la concorrenza, anche se considerando il generale settore metalmeccanico, caratterizzato da margini relativamente bassi, una certa coerenza è comunque ravvisabile. Va precisato che come indice si è preferito *Ebit/Ricavi* al consueto *Ebitda/Ricavi* dal momento che se si fosse considerato quest'ultimo si sarebbe perso il riferimento agli ammortamenti, in questa sede importanti dal momento che la società si caratterizza per i continui investimenti in impianti, ricerca e sviluppo.

Il piano, inoltre, non aveva dato particolare risalto all'analisi del settore di riferimento evincendosi solamente che quest'ultimo è caratterizzato da importanti barriere all'entrata rappresentate dalle competenze che bisognerebbe sviluppare al fine di presentare un prodotto almeno simile a quello di Gamma. I dati presentati raccontano poco del settore di riferimento se non che lo stesso è caratterizzato da una redditività tendenzialmente alta considerando che la società si presenta come leader di mercato e che il ROI si assesta attorno al valore medio del 8,97% lasciando trasparire una certa attrattività del settore. Tuttavia, escludendo l'ultimo anno e rinviando la sua trattazione in seguito, il fatturato si presenta in crescita segnando un tasso annuo di crescita composto (CAGR) del 2,12% invece che del -2,93% sintomo di un possibile sviluppo del settore.

Dall'analisi dei dati, sempre in riferimento al Modello di Porter, emerge un'ulteriore considerazione, prima non fatta; infatti, visto lo *spread* esistente tra i tempi medi di incasso e i tempi medi di pagamento, si può aggiungere che Gamma pare essere dotata di una consistente forza contrattuale nei confronti dei suoi fornitori e clienti.

Epsilon s.r.l.

Il piano di risanamento di Epsilon presenta i seguenti dati economico, finanziari e patrimoniali:

/000 euro

Indicatori economici		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Ricavi di Vendita	€	12.131	13.449	12.790	11.756
	CAGR				-0,78%
EBITDA	€	979	965	885	-1.360
EBITDA/Ricavi	%	8%	7%	7%	n.s.
EBIT	€	535	506	433	-1.929
EBIT/Ricavi vendite	%	4%	4%	3%	n.s.
Risultato d'esercizio	€	202	33	15	-2.182
Risultato d'esercizio/Ricavi di vendita	%	1,67%	0,25%	0,12%	n.s.
ROE	%	13,9%	2,2%	1,0%	n.s.
ROI	%	12,6%	9,5%	7,3%	n.s.

Indicatori di struttura finanziaria		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Patrimonio netto	€	1.449	1.482	1.497	-684
NFP (no TFR)/ Equity	%	237%	291%	310%	-852%
Posizione finanziaria netta	€	3.427	4.319	4.644	5.831

Indicatori di liquidità		31.12.n-3	31.12.n-2	31.12.n-1	31.12.n
Tempi medi giacenza scorte	gg.	84	109	116	86
Tempi medi d'incasso crediti commerciali	gg.	71	63	66	59
Tempi medi di pagamento debiti commerciali	gg.	134	130	120	114

Tabella 11: Dati storici di Epsilon, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società

Anche il piano di Epsilon si caratterizza per una generale completezza circa l'esposizione dei principali dati storici. Analogamente al piano di Gamma, nelle analisi non si è considerato l'ultimo anno (31.12.n) poiché sarà oggetto di specifica indagine nel momento in cui si andranno a presentare l'analisi delle cause della crisi nel terzo capitolo.

Ciononostante, è doveroso sottolineare la completa mancanza di riferimenti ai principali competitors, necessaria a verificare la coerenza di taluni dati.

Infatti, il piano aveva precisato che le principali attività di valore della società sono da ricercarsi nell'area dello sviluppo tecnologico, del marketing e della produzione essendo una delle poche società presenti nel mercato a disporre di tale impianto produttivo ma in questa sede manca un vero e proprio termine di paragone; se da una parte è possibile rintracciare una certa connessione tra l'attenzione al marketing e i dati presentati dalla società dal momento che questa attività assorbe circa il 13,7% dei ricavi, nulla di più possiamo dire circa la marginalità, se non concludere che quest'ultima si attesta attorno al valore medio del 7%. Nondimeno, come si scriveva, non è possibile confrontare questa grandezza con gli altri player per cui l'informazione fornita, in tal senso, ha poco da dire.

Lo stesso vizio è presente anche qualora si decidesse di leggere le informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali alla luce delle descrizioni fornite dalla società circa il settore di appartenenza. In riferimento a quest'ultimo, infatti, il piano aveva evidenziato la quasi totale assenza di prodotti sostitutivi, un buon livello di attrattività visti i trend di mercato (ma

precisando la presenza di barriere all'ingresso) e un'intensità della concorrenza piuttosto contenuta, tutte informazioni che andrebbero riviste alla luce dei dati presentati circa la società e i competitors. In assenza di questi riferimenti è comunque possibile rilevare che il soggetto in analisi ha una buona capacità di gestione del capitale circolante netto dal momento che il differenziale tra il tempo di pagamento e il tempo di incasso è tendenzialmente positivo, dato anomalo considerando che la stessa ha come principali clienti i grandi gruppi alimentari che successivamente si interfacciano con la GDO.

Complessivamente considerati i dati riguardanti Epsilon sono completi, tuttavia nulla è possibile esprimere circa la coerenza di quest'ultimi con la presentazione della strategia attuale della società.

Zeta s.r.l.

	n-4	n-3	n-2	n-1	n
Stato patrimoniale attivo	16.470.980	16.221.235	13.895.672	13.497.108	13.307.081
B) Immobilizzazioni	15.595.113	15.402.472	13.599.682	13.224.281	12.848.996
I) Immobilizzazioni immateriali	0	640	1.573	3.452	1.813
II) Immobilizzazioni materiali	13.968.215	13.772.934	13.583.609	13.181.621	12.807.183
III) Immobilizzazioni finanziarie	1.626.898	1.628.898	14.500	39.208	40.000
C) Attivo circolante	857.784	773.530	283.955	267.288	445.828
I) Rimanenze	518.965	530.336	0	0	0
II) Crediti	254.519	206.702	250.442	190.916	218.201
IV) Disponibilità liquide	84.300	36.492	33.513	76.372	227.627
D) Ratei e risconti attivi	18.083	45.233	12.035	5.539	12.257
Stato patrimoniale passivo	16.470.980	16.221.235	13.895.672	13.497.108	13.307.081
A) Patrimonio netto	6.452.330	6.266.932	4.328.526	3.812.311	3.461.076
I) Capitale	52.000	52.000	52.000	52.000	52.000
III) Riserve di rivalutazione	6.543.455	6.292.009	6.106.612	3.950.252	3.897.809
IV) Riserva legale	14.942	14.942	14.942	14.942	14.942
VII) Altre riserve	93.378	93.378	93.378	93.378	93.378
VIII) Utile (Perdita) a nuovo					-298.263
IX) Utile (Perdita) dell'esercizio	-251.445	-185.397	-1.938.406	-298.261	-298.790
B) Fondi per rischi e oneri	1.728.161	1.714.622	1.701.082	1.905.501	2.101.770
2) Fondi per imposte	1.728.161	1.714.622	1.701.082	1.687.544	1.687.544
3) Altri fondi per rischi e oneri	0	0	0	217.957	414.226
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	217	634	1.064	252	1.405
D) Debiti	7.741.353	7.829.152	7.775.242	7.698.000	7.713.060
4) Debiti verso banche	6.833.540	6.851.749	6.530.552	6.584.935	6.664.689
6) Acconti	53.550	55.741	77.360	266	121.184
7) Debiti verso fornitori	195.558	194.894	354.219	109.918	106.966
12) Debiti tributari	515.085	625.162	675.656	705.546	469.561
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	13.939	29.144	30.038	24.685	12.306
14) Altri debiti	129.681	72.462	107.417	272.650	338.354
E) Ratei e risconti passivi	548.919	409.895	89.758	81.044	29.770

Conto economico	n-1	n-3	n-2	n-1	n
A) Valore della produzione	828.988	794.878	640.367	989.533	1.074.368
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	668.341	668.547	1.040.712	860.679	959.448
2) Variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	23.274	11.371	-530.336	0	0
5) Altri ricavi e proventi	137.373	114.960	129.991	128.854	114.920
B) Costi della produzione	799.182	728.518	769.672	1.056.716	1.135.370
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	17.614	5.445	0	16.746	6.833
7) Per servizi	308.820	276.777	336.782	407.886	449.381
8) Per godimento di beni di terzi	61.849	64.391	71.530	3.262	14.622
9) Per il personale	4.582	8.459	8.481	9.029	23.261
10) Ammortamenti e svalutazioni	245.977	248.590	252.059	506.805	517.168
14) Oneri diversi di gestione	160.340	123.969	100.820	112.988	124.105
C) Proventi e oneri finanziari	-285.604	-253.850	-241.137	-241.064	-229.635
16) Altri proventi finanziari	9.069	1.314	982	373	120
17) Interessi e altri oneri finanziari	294.673	255.164	242.119	241.437	229.755
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	0	0	-1.579.291	0	0
19) Svalutazioni	0	0	1.579.291	0	0
a) Svalutazioni di partecipazioni	0	0	1.579.291	0	0
22) Imposte sul reddito dell'esercizio	-4.353	-2.093	-11.327	-9.986	5.153
a) Imposte correnti	9.186	11.446	2.212	3.553	5.517
b) Imposte differite	-13.539	-13.539	-13.539	-13.539	-364
23) Utile (Perdita) dell'esercizio	-251.445	-185.397	-1.938.406	-298.261	-295.790

Tabella 12: Dati storici di Zeta, estrapolato dal piano presentato dalla società

In riferimento a Zeta s.r.l. ci si è limitati a commentare i dati presentati venendo meno la necessità di confrontarli con i competitor e avendo anche precedentemente tralasciato le descrizioni del settore di riferimento dal momento che trattasi di una società immobiliare il cui core business è la gestione del patrimonio immobiliare di sua proprietà.

Le analisi patrimoniali evidenziano una forte rigidità degli impieghi dovuta al cospicuo capitale immobilizzato: tale caratteristica, connessa al tipo di attività svolta dalla società, determina un minor grado di flessibilità della struttura aziendale ed una inferiore possibilità di adattamento alle mutevoli condizioni di mercato.

Dai riscontri in merito al quoziente secondario di struttura, il quale espone la capacità della struttura finanziaria aziendale di coprire impieghi a lungo termine con fonti a lungo termine, si nota come l'ampia estensione dell'attivo immobilizzato assicuri un buon livello di garanzia verso le pretese scaturenti dai finanziamenti di lungo termine.

Dal punto di vista patrimoniale, inoltre, merita evidenziarsi un crescente indebitamento nei confronti dell'erario derivante dalla tensione finanziaria attraversata dalla Società la quale, nel periodo di osservazione, ha generato risorse finanziarie insufficienti ad onorare tutti gli impegni assunti. Dal punto di vista economico emerge una gestione segnata dalle continue perdite d'esercizio e un livello di EBITDA insufficiente a sopportare l'importante peso degli oneri finanziari connessi all'indebitamento bancario.

Eta s.r.l.

Eta s.r.l. invece, presenta solo i risultati riferiti agli ultimi due esercizi:

		/000 euro	
Indicatori economici		31.12.n-1	31.12.n
Ricavi di Vendita	€	46.689	46.827
	CAGR		0,1%
EBITDA	€	6.833	4.660
EBITDA/Ricavi	%	15%	10%
EBIT	€	3.363	1.817
EBIT/Ricavi vendite	%	7%	4%
Risultato d'esercizio	€	-7.382	-4.021
Risultato d'esercizio/Ricavi di vendita	%	n.s.	n.s.
ROE	%	-77,7%	-73,3%
ROI	%	10,3%	6,6%

Indicatori di struttura finanziaria		31.12.n-1	31.12.n
Patrimonio netto	€	9.503	5.482
NFP (no TFR)/ Equity	%	183%	270%
Posizione finanziaria netta	€	17.350	14.782

Indicatori di liquidità		31.12.n-1	31.12.n
Tempi medi giacenza scorte	gg.	69	62
Tempi medi d'incasso crediti commerciali	gg.	95	94
Tempi medi di pagamento debiti commerciali	gg.	52	48

Tabella 13: Dati storici di Eta, rielaborazione dall'autore sulla base dei dati contenuti all'interno del piano della società

Per

quanto riguarda la società in oggetto i dati non possono definirsi esaustivi poiché mancano del

tutto tanto i dati storici, quanto i riferimenti ai principali competitors. Il redattore, infatti, avrebbe dovuto inserire i risultati conseguiti non solo negli ultimi due esercizi antecedenti alla predisposizione del piano di risanamento ma, almeno, fino a tre esercizi precedenti in modo da dare la possibilità al destinatario del piano una maggiore comprensione circa i principali trend relativi alla società. Inoltre, come nei casi precedenti, risulta difficile esprimersi sulla coerenza circa le descrizioni relative al mercato e al settore nonché delle attività fornite dalla società, non essendovi la possibilità di confrontare i principali indici con gli altri player del mercato. Tuttavia, in questo caso (come nel caso di Gamma, dove è stato possibile un confronto con il generale settore di appartenenza) è possibile notare che la redditività del capitale investito (ROI) è relativamente alta considerando che il settore in cui opera Eta è strettamente collegato a quello dell'*Automotive* i cui rendimenti sono certamente più bassi. Come per gli altri piani di risanamento ulteriori analisi circa i dati esposti saranno oggetto specifico nel successivo capitolo. Sempre con riferimento alla tabella di cui sopra, è possibile notare il fatto che Eta è caratterizzata da una gestione poco efficiente circa il pagamento e l'incasso rispettivamente dei debiti e dei crediti commerciali; questo pare, infatti, confermare quanto sottolineato dalla società circa il basso potere contrattuale esercitato nei confronti dei clienti e dei fornitori. Va comunque precisato che queste ultime conclusioni non possono essere considerate del tutto affidabili dal momento che potrebbero essere relative ad annate del tutto eccezionale rispetto alla media mancando, come prima sottolineato, riferimenti ai trend storici.

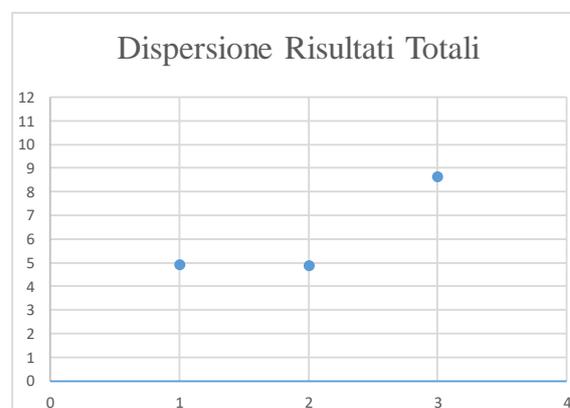
In generale, i dati forniti dalla società non possono dirsi del tutto completi per le ragioni sopraesposte e, inoltre, risulta difficile dimostrare la loro coerenza con la parte introduttiva del piano.

Risultati Ottenuti									
	Alfa	Beta	Gamma	Sigma	Delta	Epsilon	Zeta	Eta	Totale
	S.r.l.	S.r.l.	S.r.l.	S.r.l.	S.r.l.	S.r.l.	S.r.l.	S.r.l. ⁴⁴	
Dati di bilancio:									
<i>Finanziario</i>	0	0	1	0	1	1	1	0,50	4,50/8
<i>Economico</i>	0,75	0	1	0	1	1	1	0,50	5,25/8
<i>Patrimoniale</i>	0	0	1	0	1	1	1	0,50	4,50/8
Totale	0,75/3	0/3	3/3	0/3	3/3	3/3	3/3	1,50/3	14,25/24

⁴⁴ Il punteggio di Alfa così come quello di Eta è stato attribuito considerando che le stesse hanno fornito i dati di solo tre annualità per Alfa e due annualità per Eta invece di 4, considerata misura minima, perciò il normale punteggio è stato diviso per 4 e moltiplicato per il numero di annualità fornite

2.4 Considerazioni Conclusive

<i>Piani di Investimento</i>								
Alfa s.r.l.	Beta s.r.l.	Delta s.r.l.	Massimo punteggio ottenibile	media	varianza	deviazione	coefficiente di variazione	
Executive Summary	0	0	0	1	0	0	0	n.s.
Descrizione della strategia realizzata:	4,16	4,86	5,64	8	4,89	0,55	0,74	15%
1) Inquadramento Generale	0,33	1	0,66	1	0,66	0,11	0,34	51%
2) Descrizione delle Attività:								
<i>Descrizione prodotto/servizio</i>	0,5	1	0,75	1	0,75	0,06	0,25	33%
<i>Descrizione principali processi</i>	1	1	1	1	1,00	0,00	0,00	0%
<i>Descrizione delle strutture</i>	0	0	1	1	0,33	0,33	0,58	173%
<i>Organizzazione attuale</i>	0,33	0,66	0,33	1	0,44	0,04	0,19	43%
3) Mercato di Riferimento e contesto competitivo	2	1,2	1,9	3	1,70	0,19	0,44	26%
Risultati Ottenuti	0,75	0	3	3	1,25	2,44	1,56	125%
Totale	4,91	4,86	8,64	12	6,14	4,70	2,17	35%
<i>% Completezza</i>	41%	41%	72%					



<i>Piani di Risanamento</i>										
Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	Massimo punteggio ottenibile	media	varianza	deviazione	coefficiente di variazione	
Executive Summary	0	0	0	0,33	0	1	0,07	0,02	0,15	224%
Descrizione della strategia realizzata:	0,33	5,7	6,54	4,58	6,33	8	4,70	6,54	2,56	54%
1) Inquadramento Generale	0,33	1	0,66	1	1	1	0,80	0,09	0,30	38%
2) Descrizione delle Attività:										
<i>Descrizione prodotto/servizio</i>	0	0,5	0,75	0,25	1	1	0,50	0,16	0,40	79%
<i>Descrizione principali processi</i>	0	1	1	1	1	1	0,80	0,20	0,45	56%
<i>Descrizione delle strutture</i>	0	1	1	1	1	1	0,80	0,20	0,45	56%
<i>Organizzazione attuale</i>	0	1	0,33	0,33	0,33	1	0,40	0,13	0,37	92%
3) Mercato di Riferimento e contesto competitivo	0	1,2	2,8	1	2	3	1,40	1,12	1,06	76%
Risultati Ottenuti	0	3	3	3	1,50	3	2,10	1,80	1,34	64%
Totale	0,33	8,7	9,54	7,91	7,83	12	6,86	13,81	3,72	54%
<i>% Completezza</i>	3%	73%	80%	66%	65%					

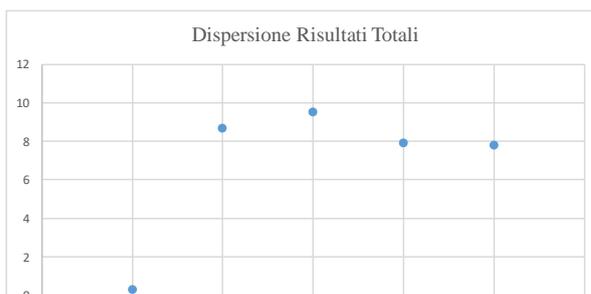


Tabella 14: Risultati complessivi (Aspetti comuni)

Al fine di una corretta spiegazione dei dati esposti dalle tabelle vale la pena ricordare che:

- con riferimento all'Executive Summary (si veda paragrafo 2.1), il massimo punteggio totalizzabile è di un punto;
- con riferimento alla Descrizione della strategia realizzata, vista l'importanza di questa sezione ai fini della generale comprensione del piano il massimo punteggio totalizzabile è di otto punti, così assegnati:
 - o 1 punto per l'inquadramento generale (si veda paragrafo 2.2.1);
 - o 4 punti per la descrizione delle attività (si veda paragrafo 2.2.2), a loro volta così spartiti:
 - 1 punto per la descrizione del prodotto/servizio;
 - 1 punto per la descrizione dei principali processi;
 - 1 punto per la descrizione delle strutture;
 - 1 punto per la presentazione dell'organizzazione attuale;
 - o 3 punti per la presentazione del mercato di riferimento e del contesto competitivo (si veda paragrafo 2.2.3);
- Con riferimento alla presentazione dei risultati ottenuti (si veda paragrafo 2.3) il massimo punteggio totalizzabile è di tre punti.

Inoltre, si precisa che nella scelta dell'ammontare massimo dei punteggi ottenibili si è dato peso all'importanza che la sezione ha rispetto alla comprensione globale del piano, tenendo conto dei requisiti di coerenza, attendibilità e sostenibilità finanziaria più volte menzionati da questo documento e da Borsa Italiana.

Quanto ai dati conclusivi esposti, emerge in modo evidente il fatto che la premessa fatta all'inizio del capitolo è stata parzialmente disattesa, infatti, la media dei punti totalizzati dai piani di risanamento è di 6,86 contro il 6,14 dei piani di investimento, di poco superiore considerando quanto ci si poteva attendere. Tuttavia, va considerato il fatto che tra i primi è presente un piano del tutto eccezionale che è quello di Sigma; il redattore di tale piano, infatti, non ha minimamente considerato la parte di inquadramento generale del piano saltando direttamente all'esplorazione delle cause della crisi, oggetto del successivo capitolo. Il fatto di avere un caso che sistematicamente segnasse come punteggio 0 ha non di poco "contaminato" i risultati delle analisi, visti anche i pochi campioni considerati. Si è pertanto avvertita la necessità, in primis, di capire se tale dato di fatto fosse significativo dal punto di vista statistico e, in secundis, una volta evinta tale significatività, capire quali sarebbero stati i risultati. Quanto al primo aspetto conducendo ulteriori analisi si è scoperto che il coefficiente di variazione (preferito rispetto alla varianza e alla deviazione standard poiché espresso in valori percentuali) sui risultati totali dei piani di investimento è del 35% mentre è del 54% sui piani di risanamento,

a conferma della maggiore dispersione dei risultati di quest'ultimi dalla media. Tale considerazione è confermata anche dal grafico rappresentante la dispersione dei risultati totali dal momento che si nota come, considerando Sigma, i risultati conseguiti dai piani di risanamento si distribuiscono in modo non uniforme rispetto ai piani di investimento.

Tutte queste considerazioni vengono confermate nel caso in cui si andasse ad escludere Sigma dal campione, poiché i risultati sarebbero i seguenti:

<i>Piani di Risanamento (in assenza di Sigma)</i>									
Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	Massimo punteggio ottenibile	media	varianza	deviazione standard	coefficiente di variazione
Executive Summary					1	0,08	0,03	0,17	200%
Descrizione della strategia realizzata:					8	5,79	0,78	0,88	15%
1) Inquadramento Generale					1	0,92	0,03	0,17	19%
2) Descrizione delle Attività:									
<i>Descrizione prodotto/servizio</i>					1	0,63	0,10	0,32	52%
<i>Descrizione principali processi</i>					1	1,00	0,00	0,00	0%
<i>Descrizione delle strutture</i>					1	1,00	0,00	0,00	0%
<i>Organizzazione attuale</i>					1	0,50	0,11	0,34	67%
3) Mercato di Riferimento e contesto competitivo					3	1,75	0,68	0,82	47%
Risultati Ottenuti					3	2,63	0,56	0,75	29%
Totale					12	8,50	0,64	0,80	9%
<i>% Completezza</i>									
	73%	80%	66%	65%					

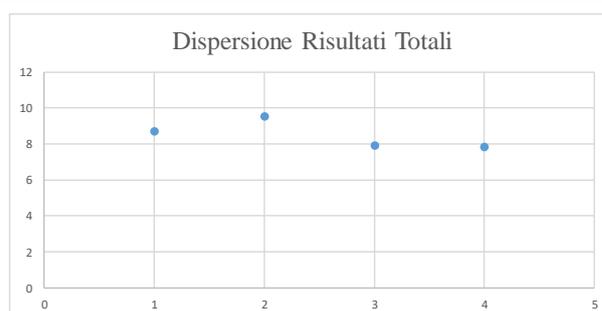


Tabella 15: Risultati complessivi (Piani di risanamento in assenza di Sigma)

Una volta corretti, i risultati sono decisamente in linea con quanto specificato dalla premessa iniziale dal momento che mediamente i piani di risanamento ottengono 8,50 punti rispetto ai 6,14 dei piani di investimento.

Tuttavia, visto il campione ristretto e considerando come i dati statistici siano frutto di valutazioni (e pertanto si riferiscono a scale ordinali) si è avvertita la necessità di condurre dei test non parametrici al fine di saggiare ulteriormente l'ipotesi che i piani di risanamento conseguano dei risultati mediamente più alti, pertanto vengono abbandonati i parametri prima calcolati (media, varianza, coefficiente, ecc.) e si farà generale riferimento alla mediana.

Si sono condotti, quindi, ulteriori due test: il test di Wilcoxon-Mann-Whitney (o della somma dei ranghi) e il test U di Mann-Whitney (o dell'ordine robusto dei ranghi). Entrambi i test prevedono che i risultati ottenuti vengano posti in unico insieme ordinati in modo crescente, senza tuttavia perdere il riferimento alla tipologia di piano di appartenenza:

<i>Tipo</i>	<i>Punteggio</i>
R	0,33
I	4,91
I	4,86
R	7,83
R	7,91
I	8,64
R	8,7
R	9,54

Tabella 16: Risultati conseguiti, ordinati in modo crescente

Il primo test citato prevede anzitutto l'assegnazione dei rispettivi ranghi (dove il punteggio più basso avrà rango 1 e quello più alto rango 8). A questo punto sono state create le due ipotesi, posto che l'obiettivo è quello di verificare se i piani di investimento ottengono risultati significativamente superiori a quelli di risanamento.

$$\begin{cases} H_0: Me_I < Me_R \\ H_1: Me_I > Me_R \end{cases}$$

dove Me rappresenta la mediana. Il test si fonda sulla somma dei

ranghi del gruppo più piccolo (nel nostro caso i piani di investimento) individuandosi in tal modo la statistica T e nel successivo confronto di questo valore con la rispettiva tavola dei

numerosità gruppo minore (n1)	3
numerosità gruppo maggiore (n2)	5
somma ranghi n1 (T)	11
T medio atteso	13,5
T atteso in modo significativo (Tabella)	7-20

Tabella 17: Risultati test di Wilcoxon-Mann-Whitney

valori critici del Test di Wilcoxon-Mann-Whitney (vedi allegato 1). Nel nostro caso poiché il T calcolato è inferiore al T medio atteso⁴⁵ (valore che T tenderebbe ad assumere qualora H_0 fosse vera) il confronto

con la tabella va fatto con il valore critico inferiore (nel nostro caso, 7). Essendo la statistica T significativa quando è uguale o minore del valore minimo tabulato e considerando che T osservato è 11 (pertanto maggiore di 7) non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla. Pertanto, la mediana dei risultati dei piani di investimento non è significativamente maggiore della mediana dei piani di risanamento.

Il secondo test, analogamente al primo prevede le seguenti ipotesi:

$$\begin{cases} H_0: Me_I < Me_R \\ H_1: Me_I > Me_R \end{cases}$$

Come nel primo test condotto viene creato un unico insieme contenete tutti i risultati ordinati

in modo crescente, come rappresentato nella tabella 16. A differenza del precedente, al posto dei ranghi vengono contate le precedenze, vale a dire il numero di volte che ogni dato di un gruppo è preceduto dai dati dell'altro gruppo, individuando in tal modo gli indicatori U (numero minore di precedenze) e U' (numero maggiore di precedenze) ottenendo i seguenti risultati (tabella 18):

<i>tipo</i>	<i>punteggio</i>	<i>precedenze di I (U)</i>	<i>precedenze di R (U')</i>
R	0,33	---	0
I	4,91	1	---
I	4,86	1	---
R	7,83	---	2
R	7,91	---	2
I	8,64	3	---
R	8,7	---	3
R	9,54	---	3
<i>Totale</i>		<i>5</i>	<i>10</i>

Tabella 18: precedenze

⁴⁵ Calcolato come: $\mu_T = \frac{n_1 * (n_1 + n_2 + 1)}{2}$;

Una volta determinato il valore di U (nel nostro caso 5) lo si deve confrontare con il valore critico riportato nella tabella (allegato 2) dei valori critici di U del test Mann-Whitney. Pertanto, essendo U maggiore di U significativo (per due campioni di numerosità n_1 uguale a 3 e n_2 uguale a 5, tale valore è 1), U calcolato non è significativo e quindi non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla. In sostanza, anche secondo il test in questione, la mediana dei risultati dei piani di investimento non è significativamente maggiore della mediana dei piani di risanamento.

Una volta evinto il fatto che i piani di risanamento, con riferimento a questa prima parte, presentano un livello di completezza tendenzialmente maggiore dei piani di investimento, va sottolineato che ciononostante, i dati non possono definirsi positivi poiché i risultati ottenuti sono relativamente bassi se si considera il fatto che, in questa prima parte, il massimo ottenibile è di 12 punti. Questi scarsi esiti derivano dal fatto che, generalmente, il redattore investe uno sforzo relativamente ridotto per la prima parte del piano, preferendo concentrarsi sull'esposizione dettagliata e puntuale delle informazioni riguardanti sezioni successive dello stesso; tuttavia seppure lo studio non riguardi società di grandi dimensioni o quotate dove il piano industriale è tendenzialmente completo ed esaustivo circa questi aspetti (visti i numerosi stakeholders con cui queste società si interfacciano) bensì imprese di piccole/medie dimensioni è doveroso sottolineare la necessità di non tralasciare queste preliminari considerazioni in quanto di fondamentale importanza per comprendere non solo il piano nella sua totalità ma anche per dimostrare ai terzi il generale fondamento delle proprie intuizioni poste alla base del piano.

Capitolo Terzo: Analisi degli aspetti di specificità

3.1 Il Piano di Risanamento

3.1.1 La Diagnosi della Crisi

La diagnosi della crisi è un processo molto articolato e complesso. Come è stato scritto nel primo capitolo, il processo di diagnostica, parafrasando dal linguaggio medico, si compone di diverse fasi. Lo scopo di tutte queste innumerevoli fasi è quello di costruire, si passi il paragone, un setaccio a maglie il più fine possibile dal momento che tanto più profonde saranno le analisi tanto più si sarà in grado di enucleare correttamente le cause della crisi. Pertanto, si tratterà ora di concludere quella che nel primo capitolo è stata identificata come la prima parte del piano e cioè la presentazione del quadro generale di partenza. Come sarà sicuramente chiaro, gran parte del contenuto di questa prima parte è stato trattato negli aspetti comuni (Capitolo II) dal momento che molte informazioni sono alla pari sviluppate nel piano di investimento; ora si tratterà di leggerle alla luce del loro vero obiettivo ovvero la presentazione delle cause della crisi, primo vero elemento di specificità del piano di risanamento rispetto a quello di investimento. In altre parole, le due tipologie di piani in analisi condividono i contenuti della prima parte (Executive Summary, Descrizione della strategia realizzata ed esposizione dei principali risultati) tuttavia, quello che li distingue è l'obiettivo che queste analisi hanno; nel caso del piano di risanamento, come si è scritto, quello di diagnosticare ed individuare le principali cause dello stato di crisi; nel caso del piano di investimento, invece, hanno la funzione di *“offrire una più chiara illustrazione delle origini e dei presupposti delle intenzioni strategiche della società”*⁴⁶.

In riferimento alla diagnosi delle cause della crisi le linee guida stilate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili⁴⁷ prevedono che in tale sezione siano ricomprese le seguenti indicazioni:

- enunciazione della causa o delle cause della crisi;
- esposizione dei principali sintomi di criticità ricorrendo agli indicatori tipici dell'analisi di bilancio (analisi per flussi, analisi per indici e analisi per margini) e loro confronto con quelli di periodi precedenti e, laddove presenti, con i dati di mercato;
- evidenziazione dell'ammontare dei debiti scaduti o scadenti;
- presentazione degli impatti della crisi sui principali valori economici, patrimoniali e finanziari coinvolti.

⁴⁶ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.19, Milano 2003

⁴⁷ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento* Roma 2017.

Pertanto, il modello valutativo costruito tiene conto della presenza dei seguenti aspetti sulla base della seguente tabella:

<i>Diagnosi della Crisi</i>		Punteggio massimo conseguibile
Presentazione causa/e della crisi		1
Sintomi di criticità	Analisi di bilancio	0,5
	Confronto con dati storici e di mercato	0,5
Ammontare dei debiti scaduti		1
Impatti della crisi		1
<i>Totale</i>		4

Tabella 19: Diagnosi della Crisi, punteggi

Sigma s.r.l.

Il piano di risanamento di Sigma si preoccupa della sola esposizione delle cause della crisi, in particolare il piano individua tre cause scatenanti la crisi: la prima è legata alle ***inefficienze della funzione commerciale***, infatti, l'errata convinzione da parte del management che lo sviluppo e l'incremento dei volumi di fatturato fosse di per sé sufficiente a garantire e a mantenere condizioni di equilibrio economico e finanziario, ha comportato l'acquisizione indiscriminata di ordinativi anche privi di adeguata marginalità. A ciò va aggiunto che l'attività tipica dell'azienda, incentrata sulle lavorazioni metalliche, è stata appesantita da errori di programmazione tra cui, in primis, la gestione del magazzino per conto del cliente finale. La seconda è collegata alle ***inefficienze della gestione finanziaria***, riferibili ai rapporti di fornitura con le società controllate (scadenze eccessivamente lunghe nell'incasso dei crediti, in parte non più incassabili) e a frequenti erogazioni di finanziamenti nei confronti delle società controllate divenuti poi strutturali. Da ultima ma strettamente collegata alla prima è ***l'inadeguatezza della struttura produttiva*** giacché l'acquisizione non ponderata di commesse ed ordinativi di produzione ha comportato un corrispondente adeguamento della capacità produttiva (con particolare riguardo alle maestranze) il cui costo si è riverberato negativamente su margini industriali già limitati. In riferimento alle altre informazioni null'altro viene specificato.

Gamma s.r.l.

Quanto al piano di Gamma esso presenta la causa prima della crisi; come si legge dal piano essa è da ricondurre alle dinamiche del settore di appartenenza, infatti, quest'ultimo è sostanzialmente in un periodo di crisi che ha comportato una considerevole diminuzione dei volumi di vendita, non solo per la stessa Gamma ma anche per tutti gli altri player del mercato.

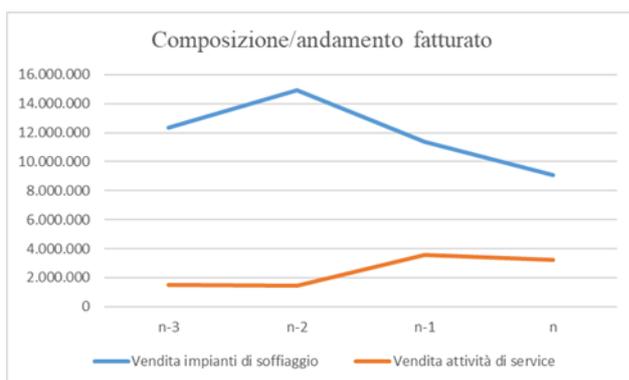


Figura 12: Composizione/andamento Ricavi Gamma, rielaborato dal piano della società

A differenza di Sigma, Gamma, presenta gli impatti che la crisi ha generato sui principali valori economici, patrimoniali e finanziari. Infatti, si legge che l'attività tipica della società, vale a dire la progettazione e produzione di macchine soffiatrici lineari per bottiglie in PET, ha subito a causa della crisi una decisa contrazione che in termini percentuali è stata del 20% nel giro di soli

quattro anni. A fronte di questo andamento negativo dei ricavi fin da subito la società ha tentato di intervenire con strategie di efficientamento che hanno da una parte portato alla soglia massima raggiungibile di incidenza della materia prima sui ricavi attorno al 36% nonché una riduzione dei costi indiretti, in termini percentuali, del 15% e dall'altra parte alla ricerca frenetica di aumentare i ricavi anche accettando ordinativi a prezzi contenuti al fine di mantenere una parvenza di equilibrio. Tali accorgimenti hanno permesso alla società di mantenere la propria redditività a circa 1,4 mln nel corso di tutto il periodo n-3 – n-1. Tuttavia, nel corso dell'ultimo anno, l'ulteriore contrazione dei ricavi (-17%) riferiti al comparto impianti di soffiaggio e la politica del magazzino incentrata alla creazione di stock di prodotti finiti senza una contestuale diminuzione dei costi di struttura hanno provocato una prima perdita di gestione portando l'EBITDA al valore negativo di -0,4 mln. È pertanto evidente che un ulteriore crollo dei ricavi comprometterebbe seriamente la permanenza della società nel mercato, rendendosi di conseguenza necessarie delle misure di risanamento più "importanti" rispetto al solo efficientamento di alcuni costi diretti, come si vedrà nel prossimo paragrafo. Quanto all'ammontare dei debiti scaduti o scadenti il piano precisa che gli stessi ammontano a complessivi 11.850.590€, ripartiti tra debiti commerciali (35%) e finanziari (65%).

Epsilon s.r.l.

Anche il piano di Epsilon presenta per prima cosa la principale causa della crisi, identificata nella flessione dei ricavi (a discapito di una crescita del settore) che ha impattato in una struttura non sufficientemente remunerativa per la presenza di lavorazioni lente e complesse oltreché a bassa marginalità. Il piano, inoltre,

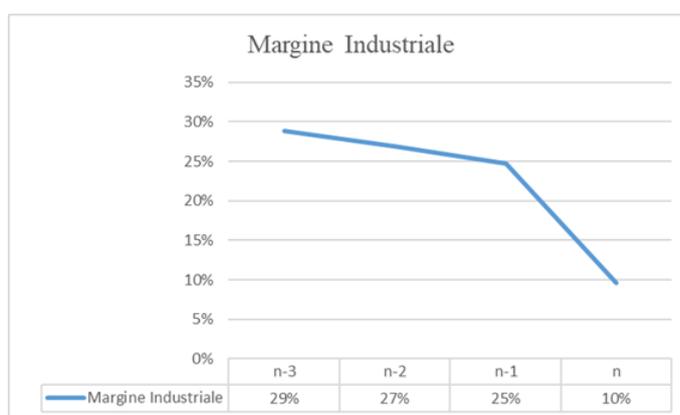


Figura 13: Margine industriale Epsilon, rielaborato dal piano della società

precisa che i principali impatti della flessione dei ricavi si sono riversati nella marginalità dal momento che congiuntamente alla diminuzione degli stessi Epsilon ha un costo della produzione molto alto il quale ha nel tempo via via eroso la marginalità con conseguenti difficoltà finanziarie. Inoltre, va sottolineato che la società ha una scarsa strutturazione con la netta prevalenza di meccanismi operativi informali impedendo un adeguato monitoraggio delle performance economico-finanziarie (oltre che competitive) contrastando peraltro con il coordinamento e l'ottimizzazione delle procedure interne. In riferimento ai debiti scaduti o scadenti si legge che gli stessi ammontano a 5.141.840 €, di cui il 30% è relativo a debiti di natura finanziaria. Tuttavia, come nei casi precedenti mancano riferimenti ai principali sintomi di criticità ricavabili da una puntuale analisi di bilancio, nonché il confronto dei risultati da essa ottenuti con i dati storici o con quelli relativi al settore.

Zeta s.r.l.

In linea con i casi precedenti il piano di Zeta, in riferimento alle cause della crisi presenta che quest'ultime sono riconducibili principalmente alla perdurante crisi economica che ha inevitabilmente affetto il comparto delle locazioni classiche (a titolo esemplificativo, nel corso dell'esercizio n-3, si è assistito ad un radicale turn over delle locazioni classiche gestite, con il recesso anticipato di 9 contratti su 13). In tale contesto, la locazione classica di immobili ha generato lunghi periodi di unità sfitte unitamente al deterioramento di posizioni di credito nei confronti di alcuni conduttori. Tale ultimo aspetto ha costretto la Società a ricorrere a lente e costose procedure per il recupero forzoso delle proprie ragioni di credito e, inoltre, ad agire giudizialmente per riottenere il possesso delle unità immobiliari connesse. Anche gli impatti presenti dal piano si possono definire coerenti con quanto appena precisato, poiché il piano precisa che come conseguenza della crisi si è assistito ad una crescente esposizione tanto nei confronti del Fisco tanto nei confronti del ceto bancario al fine di cercare di mantenere un equilibrio nella gestione del capitale circolante a breve termine. In aggiunta, il piano presenta la generale esposizione debitoria della società, come rappresentata dalla figura a fianco.

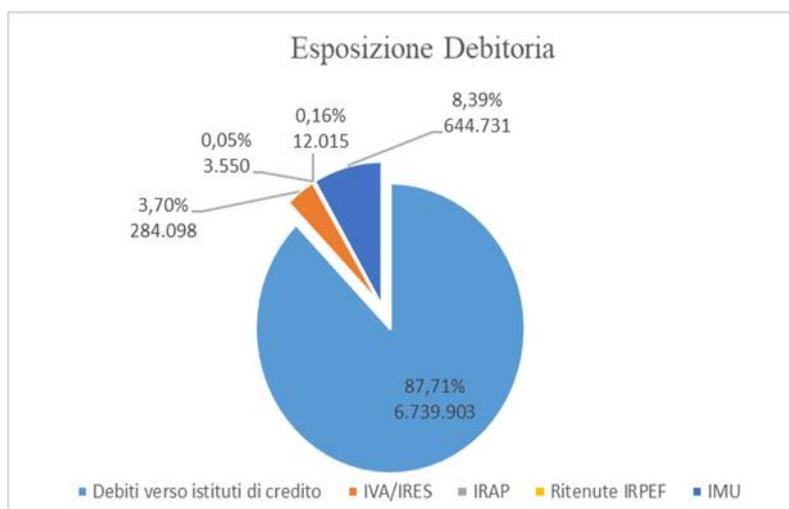


Figura 14: Esposizione debitoria Zeta, rielaborato dal piano della società

Eta s.r.l.

Il piano di Eta, in linea con i precedenti, presenta la causa della crisi, da ricavarsi nelle inefficienze della gestione che non le permettono di estrapolare risultati soddisfacenti,

	n-2	n-1	n	/000 euro CAGR
Valore della produzione	46.598	46.689	46.827	0,2%
Costi variabili di produzione	27.279	28.289	31.088	4,5%
Costi variabili di produzione (%)	59%	61%	66%	4,3%

Tabella 20: Valore e costi variabili di produzione Eta, rielaborato dal piano della società

nonostante la società operi in un settore tendenzialmente redditivo. Il principale impatto, di questo stato di cose è l'andamento crescente dell'incidenza dei costi della produzione, contro una quasi parità in termini di valore della produzione (CAGR dello 0,2%).

Tutto ciò ha portato la società ad una profonda riorganizzazione del business, obbligandola all'abbandono di determinati settori (tendenzialmente poco redditivi, come per esempio la produzione del vetro colato oppure l'attività di estrazione della sabbia) al fine di far confluire maggiori risorse nelle attività chiave di Eta come, per esempio, la produzione di vetri per le auto speciali. Anche Eta, infine, precisa l'ammontare totale dei debiti scaduti o scadenti; essi ammontano complessivamente a 25.534.952 €, di cui il 42% rappresentato da debiti di natura commerciale, ivi comprese anche le esposizioni verso l'erario, e il restante 58% è rappresentato, invece, da debiti verso gli istituti di credito.

Considerando a livello complessivo quanto presentato dai piani in relazione alla disamina delle cause della crisi emergono i seguenti risultati:

Diagnosi della Crisi							
		Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	Totale
Presentazione della crisi	causa/e	1	1	1	1	1	5/5
Sintomi di criticità	Analisi di bilancio	0	0	0	0	0	0/2,5
	Confronto con dati storici e di mercato	0	0	0	0	0	0/2,5
Ammontare dei debiti scaduti o scadenti		0	1	1	1	1	4/5
Impatti della crisi		0	1	1	1	1	4/5

<i>Totale</i>	1/4	3/4	3/4	3/4	3/4	13/20
---------------	------------	------------	------------	------------	------------	--------------

Tabella 21: Diagnosi della crisi, risultati ottenuti

A livello generale i risultati conseguiti non possono definirsi certamente ottimali. Infatti, i piani oggetto d'indagine si sono prevalentemente preoccupati di presentare le cause della crisi, gli impatti che la stessa ha generato a livello economico, patrimoniale e finanziario, nonché l'ammontare complessivo dei debiti (Gamma, Epsilon, Zeta e Eta) salvo un'eccezione rappresentata da Sigma, che si è limitata alla presentazione delle cause della crisi. Del tutto assente è la descrizione dei sintomi di criticità della situazione economica, patrimoniale e finanziaria, tramite gli opportuni indicatori dell'analisi di bilancio, così come individuati nel primo capitolo del presente elaborato. Tale situazione deriva dal fatto che qualora il piano di risanamento sia collocato all'interno di una procedura giudiziale di risoluzione della crisi (e tutti i piani oggetto di analisi lo sono) le informazioni che l'analisi di bilancio dovrebbe esternare sono ricavabili dai bilanci consuntivi che obbligatoriamente vanno allegati al piano per accedere alle procedure concorsuali. Emerge in sostanza lo scostamento tra quanto necessario per accedere alle già menzionate procedure e quanto necessario per definire un piano "completo", secondo le linee guida adottate come riferimento per la redazione di tale contributo. Infatti, qualora si considerassero le sole informazioni necessarie e sufficienti che questa sezione deve contenere al fine di ottenere l'omologa da parte del tribunale competente (in ipotesi di procedura concorsuale) i risultati sarebbero ben diversi evidenziandosi come quasi tutti i casi avrebbero conseguito il massimo punteggio ottenibile.

<i>Diagnosi della Crisi (in ipotesi di inserimento in una procedura giudiziale di risanamento)</i>						
	Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	<i>Totale</i>
Presentazione causa/e della crisi	1	1	1	1	1	5/5
Impatti della crisi	0	1	1	1	1	4/5
Ammontare dei debiti scaduti o scadenti	0	1	1	1	1	4/5
<i>Totale</i>	1/3	3/3	3/3	3/3	3/3	13/15

Tabella 22: Diagnosi della crisi, risultati ottenuti in ipotesi di inserimento in una procedura giudiziale di risanamento

Ovviamente un siffatto stato di cose non deve indurre alla conclusione che i piani vadano redatti al solo fine dell'ammissione alle procedure concorsuali, nel caso in cui siano in tali inserite. Lo scopo del generale piano di risanamento, infatti, è quello di offrire non solo ai creditori della società una ragionevole base tramite la quale capire le reali possibilità della società di adempiere in modo regolare alle proprie obbligazioni e quindi decidere di partecipare allo sforzo che la

stessa chiede, ma anche, come si legge nei Principi per la redazione dei Piani di Risanamento, “*una guida per l’azione futura del management*”⁴⁸ che nel piano potrebbe trovare quelle utili coordinate di riferimento da seguire nel processo di risanamento. Va anche ricordato che il fine principale è quello di far convergere il consenso dei creditori verso l’azione di risanamento prospettata dalla società e questa “deve consentire a tutti i soggetti interessati di confrontare gli esiti attesi con i risultati consuntivi” che ben possono essere sintetizzati da precise analisi di bilancio piuttosto che dalla mera presentazione dei bilanci d’esercizio storici.

3.1.2 La strategia di risanamento

In questa sezione del piano viene presentata la strategia di risanamento proposta dalla società. Come si scriveva nel primo capitolo, essa è coerentemente presentata quando viene declinata sia dal punto di vista industriale che finanziario. Infatti come si legge nei Principi per la Redazione dei Piani di Risanamento⁴⁹ “*nel Piano, [...], dovrà essere descritta la strategia di risanamento da adottare in termini di azioni di medio termine in grado di definire un assetto industriale e finanziario sostenibile e di creare i presupposti per il risanamento dell’impresa*”. Quanto al primo è necessario presentare le azioni strategiche che il management ha deciso di porre in essere al fine di rimuovere le cause della crisi e ristabilire l’equilibrio dell’impresa dando particolare rilievo, laddove possibile, alle vendite, alla produzione, all’organizzazione e ai nuovi investimenti oppure agli opportuni disinvestimenti evidenziando i principali effetti dal punto di vista economico e patrimoniale.

Sul piano finanziario, invece, è necessario inserire specificatamente la descrizione della manovra finanziaria la quale dovrebbe precisare gli interventi tesi al riequilibrio patrimoniale e al risanamento economico-finanziario, nonché evidenziare abbastanza dettagliatamente il programma di rientro che la società intende seguire.

Inoltre, vale la pena ricordare che le azioni intraprese nei piani di risanamento devono contenere un certo livello di discontinuità dal passato, solo così, infatti, si rendono perlomeno plausibili le azioni stesse. Va peraltro precisato che a differenza di quanto raccomandato dai Principi per la Redazione dei Piani di Risanamento, si è proceduto ad accorpate in tale sezione, per esigenze di sintesi, la sezione dedicata alla sola presentazione della strategia di risanamento e la sezione dedicata agli impatti delle azioni poste alla base della stessa (Action Plan). Pertanto, il metodo valutativo costruito si basa sulla seguente tabella, i cui punteggi più elevati sono giustificati dall’importanza che tale sezione riveste:

⁴⁸ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.8, Roma 2017.

⁴⁹ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.19 Roma 2017.

	Punteggio massimo conseguibile
Presentazione e impatti della strategia	4
Manovra finanziaria	4
<i>Totale</i>	8

Tabella 23: Strategia di risanamento, punteggi

Giova sottolineare che i piani in analisi hanno presentato con un ottimo livello di dettaglio tanto la strategia di risanamento quanto gli impatti che la stessa è in grado di generare. Tuttavia, per esigenze di sintesi non è stato possibile riprodurre tutti i dettagli presenti nei piani ma ci si è limitati ad una loro sintetica esposizione.

Sigma s.r.l.

In riferimento al piano di Sigma, la strategia di risanamento si sostanzia nel recupero della marginalità che la crisi ha inevitabilmente ridotto. Questa strategia impatta prevalentemente nella voce dei ricavi e nelle voci di alcuni costi. Coerentemente con i principi⁵⁰ il piano presenta i principali impatti che la strategia andrà a generare. In particolare, per quanto riguarda i ricavi va sottolineato che al fine di eliminare le lavorazioni non sufficientemente remunerative la società prevede una primaria riduzione dei ricavi ma che nel tempo ricominceranno a crescere poiché l'idea di fondo è quella di sostituire le lavorazioni poco redditive a scapito di commesse ben più ripaganti e, cosa più importante, più vicine al *core business* della società. Il piano evidenzia l'andamento della voce dei ricavi in riferimento a quanto appena scritto.

Dal lato dei costi la società sottolinea che la strategia impatterà prevalentemente sulle voci relative al costo del personale (riduzione dello stesso) e, inoltre, sulla voce di costo legata al godimento dei beni di terzi; anche in questo caso il piano presenta l'andamento di tali grandezze. Considerando complessivamente la marginalità, essa sarà crescente come dimostra il grafico che la stessa ha inserito all'interno del piano.

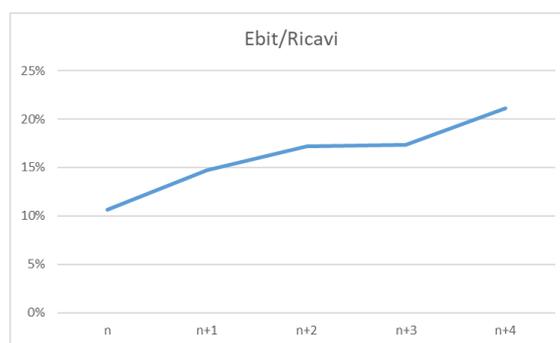


Figura 15: Ebit/Ricavi Sigma, rielaborato dal piano della società

Inoltre, la strategia genererà impatti anche a livello patrimoniale dal momento che viene data evidenza alla ridefinizione dei tempi di incasso e di pagamento rispettivamente dei crediti e dei debiti commerciali.

⁵⁰ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma 2017.

Il piano di Sigma, giustamente, presenta gli investimenti necessari al mantenimento degli attuali livelli

		INVESTIMENTI				
		n	n+1	n+2	n+3	n+4
competitivi.	Nuovi Investimenti	500.000	500.000	500.000	1.000.000	1.000.000
	Totale immobilizzazioni	500.000	1.000.000	1.500.000	2.500.000	3.500.000
	Ammortamenti	100.000	200.000	300.000	500.000	700.000
	F.do ammortamenti	100.000	300.000	600.000	1.100.000	1.800.000
	Imm.ni Nette	400.000	700.000	900.000	1.400.000	1.700.000

Tabella 24: Investimenti Sigma, rielaborato dal piano della società

Infine, pur mancando qualsiasi riferimento all'ammontare complessivo dei debiti (come si è potuto evincere nel paragrafo precedente) per quanto riguarda la manovra finanziaria che deve sostenere il piano di Sigma, si legge che la società chiede il mantenimento delle attuali linee di credito ben potendosi constatare la capacità della stessa di onorarle.

Gamma s.r.l.

La strategia di risanamento proposta si concentra anzitutto sul cambio di assetto manageriale in capo all'azienda con l'obiettivo di migliorare, strutturare e velocizzare i processi decisionali e le performance aziendali oltre che garantire un'ottimizzazione dei processi decisionali con lo sviluppo e l'adeguamento di sistemi di «controllo direzionale» e di reporting, a dimostrazione della discontinuità rispetto al passato. In riferimento a ciò vale la pena ricordare che operazioni tese al rimodellamento più o meno radicale dei ruoli apicali sono sempre ben viste, soprattutto da quei soggetti chiamati a “sopportare” e “supportare” il risanamento della società. Concretamente, infatti, sembra difficile coniugare strategie di rimozione delle principali cause della crisi con il mantenimento del management che potrebbe, in alcuni casi, averle create.

Considerando i motivi della crisi che hanno colpito la società (derivanti prevalentemente da fattori esogeni) la strategia, oltre al cambio del management, prevede una rifocalizzazione del business; questo impatterà tanto a livello dei ricavi tanto a livello dei principali costi. Per quanto riguarda i ricavi la società presenta con un buon livello di dettaglio l'andamento dei ricavi in riferimento al fatto che gli stessi subiranno un ridimensionamento per quanto riguarda l'attività tipica della società e un sostanziale aumento per quanto riguarda l'attività di service, considerando che la strategia si propone di incrementare il volume di tali attività.

	RICAVI					CAGR
	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	
Ricavi - Vendita impianti di soffiaggio	8.314.380	8.480.668	8.650.281	8.823.287	8.999.752	1,60%
Ricavi - Vendita attività di service	2.980.000	3.039.600	3.100.392	3.162.400	3.225.648	1,60%
Totale Ricavi	11.294.380	11.520.268	11.750.673	11.985.687	12.225.400	1,60%

Tabella 25: Ricavi Gamma, rielaborato dal piano della società

Per quanto riguarda i costi il risanamento impatterà, anche in questo caso, sui costi relativi al personale e sui costi c.d. indiretti, visto l'obiettivo di efficientamento degli stessi.

La strategia genererà, inoltre, impatti anche a livello patrimoniale dal momento che viene data evidenza alla ridefinizione dei tempi di incasso e di pagamento rispettivamente dei crediti e dei

debiti commerciali. Considerando che la società ha l'intenzione di rifocalizzare il proprio business non poteva mancare una sezione dedicata agli investimenti e, infatti, il piano precisa che al fine di collocare efficientemente la propria offerta nei mercati-obiettivo ed in considerazione delle dotazioni tecnologiche già in possesso della società,

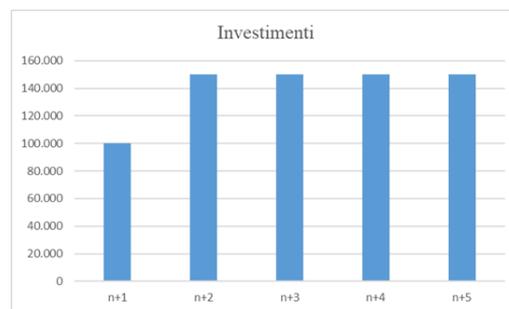


Figura 16: Investimenti Gamma, rielaborato dal piano della società

ci si concentrerà sullo sviluppo sostenibile di

un'attenta azione commerciale che individui, quantifichi ed implementi le aree e i campi applicativi aggredibili dall'azienda, prevedendo il seguente livello di investimenti (Figura 5).

Dal punto di vista della manovra finanziaria il piano si preoccupa di esporre l'andamento previsto dell'esposizione debitoria nei confronti degli istituti di credito, indicandone il cronoprogramma di rientro.

Epsilon s.r.l.

Al fine di rimuovere la causa principale della crisi, vista nel precedente paragrafo, la strategia di risanamento si fonda su un'accurata revisione della produzione, eliminando le lavorazioni a bassa marginalità e quelle che prevedono una fase di lavorazione troppo complessa o lenta (dolci pasquali, pasta, ecc.), nonché un contestuale aumento del prezzo del prodotto, possibile grazie alla riconosciuta qualità del prodotto. Contestualmente il piano presenta gli effetti sulla voce dei ricavi che tale strategia comporterà. La revisione della produzione riguarderà anche la voce relativa ai costi del personale, infatti, si prevede una riduzione della forza lavoro con l'obiettivo di assestare il costo del lavoro a circa 3,1 mln di euro l'anno.

Oltre alla produzione, la strategia considera anche una revisione del management, infatti, al fine di migliorare, strutturare e velocizzare i processi decisionali e le performance aziendali il piano prevede un cambiamento dell'assetto organizzativo e dei relativi meccanismi operativi.

Anche in questo caso, la strategia genererà impatti anche a livello patrimoniale dal momento che si prevede una ridefinizione dei tempi di incasso e di pagamento rispettivamente dei crediti e dei debiti commerciali.

Infine, al fine di collocare efficientemente la propria offerta nel mercato ed in considerazione delle dotazioni tecnologiche già in possesso della società, il piano presenta la necessità di investimenti continui per mantenere l'assetto produttivo in condizioni di efficienza. Il Piano prevede un budget investimenti di circa 100 mila euro annui.

Dal punto di vista della manovra finanziaria il piano si preoccupa di esporre l'andamento previsto dell'esposizione debitoria generale della società, indicandone il cronoprogramma di rientro.

Zeta s.r.l.

Il piano di risanamento al fine di rimuovere la principale causa della crisi si sviluppa attorno alla ridefinizione delle strategie competitive delle società, vale a dire lo sviluppo dell'attività di servizi business-center, denominata NEW, la quale è stata da poco avviata. Tale attività andrà progressivamente a sostituire la locazione classica. Inoltre, la strategia prevede una cessione del compendio immobiliare per un controvalore tale da consentire nel giro di quattro esercizi il totale rientro dell'esposizione debitoria.

Quanta alla conversione del business, la società si preoccupa di precisare il fatto che nell'ultimo

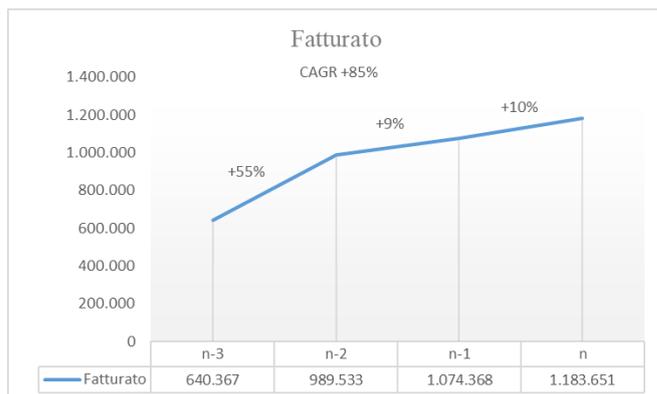


Figura 17: Ricavi "New" Zeta, rielaborato dal piano della società

triennio di attività, attraverso lo sviluppo del nuovo business delle locazioni denominato «NEW», ha raggiunto risultati più che soddisfacenti in termini di fatturato, migliorando progressivamente le percentuali di occupazione delle singole unità ed efficientando l'utilizzo degli spazi attraverso un'attenta pianificazione, presentandone

correttamente l'andamento.

Quanto all'azione di dismissione del patrimonio immobiliare considerato non più strategico il piano, giustamente, presenta il valore degli immobili a seguito della perizia dal momento che la manovra finanziaria si fonderà prevalentemente su quanto si incasserà dalla vendita degli stessi.

Con riferimento alla manovra finanziaria, per il livello di dettaglio utilizzato dal piano si riporta integralmente quanto in essa contenuto; in particolare si prevede:

1. consolidamento dell'esposizione debitoria verso gli istituti di credito alla data del 31.12.n+1;
2. pagamento degli interessi relativi ai finanziamenti ipotecari, maturati e non pagati al 31.12.n+1, in un'unica soluzione entro 10 giorni dalla data del closing;
3. cessione di tutti gli immobili di proprietà con asservimento del flusso netto – dedotta l'imposizione diretta in capo alla società generata dalla plusvalenza fiscale sulla cessione nonché la quota di debito ipotecario direttamente afferente l'immobile ceduto e derivante dal frazionamento amministrativo di cui si dirà nel proseguo – al rientro dell'indebitamento maturato nei confronti del ceto bancario entro il 31.12.n+4;
4. frazionamento amministrativo dei debiti ipotecari dei due istituti al fine di consentire un meccanismo di rientro dell'esposizione di entrambi tale da determinare l'allocazione del

flusso netto derivante dalla cessione immobiliare secondo il seguente ordine di ripartizione:

1. asservimento del flusso netto derivante dalla cessione immobiliare al soddisfacimento della quota di debito ipotecario allocato sulla/e relativa/e unità ceduta/e;
2. asservimento del N.A.V. (flusso netto derivante dalla cessione immobiliare, dedotta la parte di debito ipotecario di cui al punto precedente e l'imposizione diretta gravante sulla plusvalenza generatasi) al rimborso del residuo credito vantato dagli istituti.

Per quanto attiene ai debiti di natura fiscale, questi sono attualmente in rateizzazione secondo la normativa vigente e la società sta onorando regolarmente i piani rateali i quali prevedono i seguenti pagamenti:

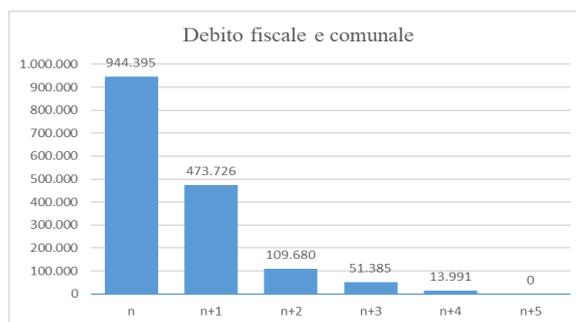


Figura 18: Debito fiscale e comunale Zeta, rielaborato dal piano della società

Eta s.r.l.

La strategia di risanamento proposta da Eta si fonda su:

- l'abbandono del settore relativo alla produzione del vetro colato;
- l'abbandono delle attività relative al settore dell'estrazione di sabbia dalle cave (processo di deverticalizzazione);
- la prosecuzione e lo sviluppo delle attività relative alla produzione di vetri speciali, migliorandone la marginalità.

In riferimento a ciò, viene anzitutto presentato l'impatto a livello dei ricavi, i quali registrano una crescita, misurata attraverso il CAGR, dello 0,5% annuo, considerando un valore medio degli stessi che annualmente si aggira attorno ai 45 milioni di euro. Per quanto riguarda l'impatto a livello della produzione, i principali saranno a livello dei costi relativi al personale dal momento che si assisterà ad una riduzione dell'organico (correttamente il piano cita l'accordo raggiunto con il personale dipendente tale da permettere una sostanziale riduzione

	INCIDENZA SUL VALORE DELLA PRODUZIONE						CAGR
	n-1	n	n+1	n+2	n+3	n+4	
Materia prima	8.665	10.723	10.454	10.547	10.646	10.867	3,8%
Costo del personale	9.784	11.592	9.909	10.107	10.309	10.516	1,2%
Lavorazione e servizi industriali	1.974	1.932	2.011	2.049	2.106	2.165	1,6%
Utenze industriali	1.847	2.079	2.100	2.136	2.191	2.248	3,3%
Manutenzioni	1.022	818	968	984	1.010	1.036	0,2%
Servizi diretti	3.727	3.183	2.224	2.264	2.325	2.388	-7,2%
Altri costi diretti	1.271	747	878	894	918	943	-4,9%
Totale	28.290	31.074	28.544	28.981	29.505	30.163	1.1%

Tabella 26: Incidenza costi sul valore della produzione Eta, rielaborato dal piano della società

del costo del lavoro sia diretto che indiretto passando da 188 unità a 125 unità) e dei costi c.d. diretti un un'ottica di efficientamento della produzione.

Per quanto riguarda le assunzioni patrimoniali, in particolare nella gestione del capitale circolante netto, il piano prevede una sensibile revisione dei giorni di incasso e di pagamento che a fine piano dovrebbero assestarsi in 90 giorni per il tempo medio di incasso e 85 giorni per il tempo medio di pagamento.

In riferimento agli investimenti/disinvestimenti la società precisa che non sono previsti particolari dismissioni immobiliari ad eccezione di un immobile non più funzionale all'attività aziendale (nulla precisando circa l'ipotetico incasso derivante dalla vendita, se non che lo stesso andrà a servizio del debito, come si vedrà nella manovra finanziaria). Inoltre, è prevista la cessione di rami d'azienda considerati non più strategici (sapientemente⁵¹, però, il piano non considera alcun provento rinveniente da tali eventuali attività straordinarie). Con riferimento al necessario rinnovo del parco impianti ed attrezzature sono previsti investimenti pari ad euro 1 mln per gli esercizi di durata del piano.

In riferimento alla manovra finanziaria, la società richiede al ceto bancario di mantenere operative le linee di credito a breve termine in misura corrispondente a circa 9 mln di euro; per quanto riguarda l'esposizione a lungo termine la società chiede una moratoria di 30 mesi delle sole rate in linea capitale, precisando che i proventi derivanti dalla dismissione dell'immobile non più funzionale saranno destinati al rimborso dell'esposizione a medio lungo termine.

Come si sarà certamente ben intuito dalla lettura di questa sezione del piano, il modo di rappresentare i diversi contenuti necessari non sono sempre simili, rendendo indispensabili ulteriori delucidazioni. A tal fine, per prima cosa si rappresentano i risultati complessivamente conseguiti da ciascuna società:

<i>La strategia di Risanamento</i>						
	Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	<i>Totale</i>
Presentazione e impatti della strategia	4	4	4	4	4	20/20
Manovra finanziaria	4	4	4	4	4	20/20

⁵¹ Infatti, qualora si desse particolare rilievo ad operazioni di dismissione non già concordate o solamente meramente auspiccate si rischierebbe di inquinare il valore del piano giacché i valori di quest'ultimo potrebbero risentire significativamente di tali attività anziché della strategia posta alla base del risanamento.

Totale	8/8	8/8	8/8	8/8	8/8	40/40
---------------	------------	------------	------------	------------	------------	--------------

Tabella 27: Strategia di risanamento, risultati ottenuti

Come si può facilmente notare i risultati ottenuti possono dirsi generalmente eccellenti in quanto tutti i piani hanno conseguito il massimo punteggio ottenibile. Tuttavia, si rendono necessarie ulteriori e particolari analisi di tipo qualitativo al fine di meglio comprendere le caratteristiche di ciascuna strategia di risanamento posta in essere dalla società. Posto il fatto che ciascun piano presenta in modo esaustivo gli impatti in termini economico-finanziario e patrimoniale delle azioni così come individuati dal documento redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, queste possono generalmente riassumersi nelle seguenti:

- ricavi: revisione della produzione, eliminando le lavorazioni a bassa marginalità;
- efficientamento della voce di costo “costo del personale”;
- efficientamento di altre voci di costo;
- cambio dell’assetto manageriale;
- ridefinizione dei tempi di incasso e di pagamento dei crediti e dei debiti commerciali;
- dismissioni varie, in particolari immobiliari oppure di aziende o rami delle stesse considerate non più strategiche.

In particolare, conteggiando le seguenti azioni nei piani oggetto di indagine si ottiene che:

Ricavi	Costo del personale	Altre voci di costo	Assetto manageriale	Tempi di incasso/pagamento	Dismissioni varie
5	4	2	2	4	2

Tabella 28: conteggio azioni di risanamento

Come si può constatare dalla tabella tutte le azioni di risanamento sono accomunate dal fatto che comportano una revisione della voce dei ricavi, poiché tutti i piani oggetto di analisi prevedono una rifocalizzazione che in alcuni casi è sul *core* business della società mentre in altri è su lavorazioni a più elevato valore aggiunto, potendosi concludere che ogni valida strategia di risanamento deve inevitabilmente fondarsi su una chiara comprensione dei fattori maggiormente responsabili delle performance aziendali in termini di ricavi. Non a caso, infatti, la disamina della storia dell’impresa dovrebbe, fra le altre, permettere di cogliere i principali *Key Value Driver* e sulla base di questi improntare la strategia di risanamento.

Un’altra azione ricorrente è quella volta alla riduzione dei costi del personale; ben 4 società su 5 (solo Zeta, società immobiliare, infatti, non prevede impatti tesi al contenimento dei costi del personale) prevedono un intervento volto alla riduzione del costo relativo al personale a dimostrazione che tale voce rappresenta una delle maggiori voci di costo per le società e quindi,

spesso, la prima ad essere oggetto di revisione nel momento in cui si palesa uno stato di crisi. Va precisato che interventi sul personale non sono sempre di facile attuazione dal momento che necessitano di un accordo da raggiungersi con le parti sociali; non a caso i piani analizzati si preoccupano di precisare se la proposta presentata sia stata accolta dalle rappresentanze sindacali o se sia ancora oggetto di contrattazione.

Anche la ridefinizione dei tempi di incasso e di pagamento dei crediti e dei debiti commerciali è un'azione posta in essere molto di frequente (4/5), il motivo di una così alta frequenza è da ricercarsi negli impatti finanziari che ha l'andamento di tali tempi. Infatti, dalle analisi sui tempi di rotazione presentati dalle società emerge uno spread tendenzialmente positivo tra i tempi di incasso e di pagamento e questo si ripercuote, ovviamente, sulle dinamiche finanziarie dal momento che essendo i secondi minori dei primi la società tenderà ad utilizzare in modo considerevoli le linee di credito concesse dagli istituti bancari con conseguente esposizione debitoria verso gli stessi. È chiaro pertanto che una strategia di risanamento, laddove ella non volesse stressare particolarmente tanto gli impatti finanziari, è naturalmente portata a tentare⁵² di ridefinire a vantaggio della società i tempi di incasso e di pagamento.

3.1.3 I Dati Prospettici

Con riferimento ai dati prospettici, come si vedrà anche nei piani di investimento, non è sufficiente la mera esposizione degli schemi di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario previsionale. Infatti, le linee guida adottate come modello di riferimento per il presente elaborato⁵³ ben precisano che i dati prospettici devono essere seguiti dalle analisi di sensitività e, inoltre, devono essere correttamente individuati a livello finanziario i “flussi liberi al servizio del debito (per capitale ed interessi), tenendo conto delle forme tecniche delle linee di credito (autoliquidante, di cassa, ecc.) e delle risorse [eventualmente] derivanti dalla nuova finanza⁵⁴”. Inoltre, tra le righe del documento si legge che deve essere facilitato il confronto con i dati consuntivi, per cui è stato scelto di inserire tra i parametri di riferimento per la costruzione del modello valutativo anche la confrontabilità con le grandezze storiche, in particolare sulle principali voci colpite dalla strategia di risanamento. Pertanto, la valutazione complessiva terrà conto della presenza/assenza delle seguenti informazioni:

- presenza dei dati prospettici;
- confronto con i dati storici;

⁵² “Tentare” perché la decisione non è di esclusiva competenza della società, incidendo fattori quali la forza contrattuale della stessa e la disponibilità dei creditori e dei debitori; fattori che non sono controllabili dal management della società.

⁵³ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma 2017.

⁵⁴ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.25 Roma 2017.

- specificazione dei flussi liberi al servizio del debito;
- analisi di sensitività.

Come si vedrà più dettagliatamente nel paragrafo dedicato ai piani di investimento, nella prassi operativa è raro (se non impossibile) imbattersi in piani che non abbiano almeno presentato i dati prospettici, per cui in sede valutativa si è tenuto conto di questa circostanza attribuendo un punteggio ridotto rispetto alle altre voci considerate.

Complessivamente i risultati conseguiti sono i seguenti:

<i>Dati Prospettici</i>						
	Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	<i>Totale</i>
Presenza Dati Prospettici	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,5/2,5
Confronto con i dati storici	0	0	0	0	0	0/5
Specificazione dei FCFto debt	1	1	1	1	1	5/5
Analisi di sensitività	1	1	1	1	1	5/5
<i>Totale</i>	2,5/3,5	2,5/3,5	2,5/3,5	2,5/3,5	2,5/3,5	12,5/17,5

Tabella 29: Dati prospettici, risultati ottenuti

A livello generale i risultati conseguiti possono essere definiti soddisfacenti. Infatti, i punteggi ottenuti dai piani possono considerarsi relativamente alti, anche se si avverte la necessità di fare alcune precisazioni circa i risultati conseguiti dalla voce “Analisi di sensitività”. È pur vero, infatti, che i Principi per la Redazione dei Piani di Risanamento prescrivono che tali analisi devono essere presentate assieme ai dati prospettici ma è altrettanto vero che in ipotesi di accesso alle procedure concorsuali, in particolare il concordato, l’articolo 161 della legge fallimentare prescrive che un professionista deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano di risanamento. Una delle principali operazioni da compiere in sede di attestazione è proprio l’analisi di sensitività la quale, pertanto, non viene effettuata dai redattori del piano ma piuttosto da quel soggetto terzo e indipendente (attestatore) chiamato a verificare la bontà del piano. Solo in un momento successivo alla redazione le analisi divengono parte integrante del piano dal momento che saranno allo stesso allegate; i piani oggetto di analisi non fanno eccezione: per cui se li si considerasse come documenti autonomi si dovrebbe concludere circa l’assenza delle analisi in questione, qualora invece (come è stato fatto) si utilizzasse un’ottica più d’insieme (ricomprendendo cioè anche i documenti che nella prassi vengono al

piano allegati) non si potrebbe non notare la presenza delle analisi di sensitività, fondamentali per concludere circa la fattibilità del piano.

Sempre a livello generale si nota come tutti i piani abbiano ottenuto i massimi risultati anche con riferimento alla specificazione dei flussi di cassa liberi e al servizio del debito (capitale e interessi); la specificazione all'interno della presentazione del rendiconto finanziario di tale voce è, infatti, uno degli elementi di maggior rilievo dal momento che il piano “*deve evidenziare la possibilità di raggiungimento di un equilibrio finanziario, economico e patrimoniale. A tal fine, merita particolare attenzione il fatto che a regime vi sia la capacità di conseguire flussi di cassa operativi, [...], atti ad assicurare il servizio del debito. In tali situazioni, l'obiettivo del risanamento aziendale può dirsi raggiunto*”⁵⁵. Come si legge, infatti, il piano deve garantire la completa capacità di servizio al debito e questo non si traduce nel fatto che a fine piano il debito debba essere estinto ma che lo stesso nell'arco temporale di riferimento sia coerente con i flussi e con il livello di patrimonializzazione espresso dai dati prospettici, derivazione della strategia di risanamento e dei suoi impatti.

3.1.4 Considerazione Conclusiva

<i>Piani di Risanamento</i>										
	Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	Massimo punteggio ottenibile	media	varianza	deviazione	coefficiente di variazione
Diagnosi della Crisi	1	3	3	3	3	4	2,60	0,80	0,89	34%
1) Presentazione causa/e della crisi	1	1	1	1	1	1	1,0	0,00	0,00	0%
2) Sintomi di criticità										
<i>Analisi di Bilancio</i>	0	0	0	0	0	0,5	0,0	0,00	0,00	n.s.
<i>Confrono Analisi di Bilancio con dati storici e di mercato</i>	0	0	0	0	0	0,5	0,0	0,00	0,00	n.s.
3) Ammontare dei debiti scaduti	0	1	1	1	1	1	0,8	0,20	0,45	56%
4) Impatti della crisi	0	1	1	1	1	1	0,8	0,20	0,45	56%
La Strategia di Risanamento	8	8	8	8	8	8	8	0	0	0%
1) Presentazione e impatti della Strategia	4	4	4	4	4	4	4	0	0	0%
2) Manovra finanziaria	4	4	4	4	4	4	4	0	0	0%
Dati Prospettici	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	3,5	2,50	0,00	0,00	0%
1) Presenza dati prospettici	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50	0,00	0,00	0%
2) Confronto con i dati storici	0	0	0	0	0	1	0,00	0,00	0,00	n.s.
3) Specificazione dei FCFto debt	1	1	1	1	1	1	1,00	0,00	0,00	0%
4) Analisi di sensitività	1	1	1	1	1	1	1,00	0,00	0,00	0%
Totale	11,5	13,5	13,5	13,5	13,5	15,5	13,10	0,80	0,89	7%
% completezza	74%	87%	87%	87%	87%					
Totale sezione			65,5							

Tabella 30: Risultati complessivi (aspetti di specificità dei Piani di Risanamento)

I risultati conseguiti dai piani raccontano una buona aderenza degli stessi al modello di riferimento stillato con l'ausilio dei “Principi per la Redazione dei Piani di Risanamento”, infatti la percentuale di completezza si assesta al valore medio dell'85%. La media, in questo caso rappresenta un buon indice statistico dal momento che la diversità all'interno del campione è relativamente bassa come testimonia il coefficiente di variazione. A livello particolare però si

⁵⁵ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.10, Roma 2017.

può notare come gli sforzi maggiori da parte dei redattori dei piani siano stati profusi nella sezione intitolata “Strategia di Risanamento”; essa rappresenta, infatti, una delle sezioni più importanti dell’intero piano giacché al suo interno viene esplicitata non solo la generale strategia di risanamento che ha l’obiettivo di rimuovere le principali cause della crisi ma anche gli impatti che la stessa genererà. Trattasi in sostanza di una sezione necessaria anche perché sulla base di quanto in essa contenuto il redattore andrà a costruire i bilanci prospettici da inserire nella parte finale del piano. Tuttavia, se tale sezione, almeno dal punto di vista formale, può dirsi completa, codesta conclusione potrebbe leggermente cambiare se si andasse a considerarla in riferimento alla sezione precedente, vale a dire la “Diagnosi delle cause della crisi”. Infatti, come ben si legge dalle linee guida utilizzate, il presupposto per una corretta presentazione delle ipotesi di risanamento passa attraverso “una chiara comprensione delle ragioni della crisi e della situazione in cui versa l’impresa⁵⁶” ma come si può notare dai risultati ottenuti, la diagnosi della crisi è la sezione che ha ottenuto mediamente i punteggi più bassi (2,60 contro un massimo ottenibile di 4) rendendosi necessarie ulteriori analisi. Per spiegare tale, apparente, incoerenza si è proceduto a selezionare le sole voci che in ipotesi di presentazione del piano all’interno di una procedura giudiziale di composizione della crisi vengono richieste al piano, ottenendo i seguenti risultati:

<i>Piani di Risanamento (in ipotesi di inserimento in una procedura giudiziale di risanamento)</i>										
	Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	Massimo punteggio ottenibile	media	varianza	deviazione	coefficiente di variazione
Diagnosi della Crisi	1	3	3	3	3	3	2,60	0,80	0,89	34%
1) Presentazione causa/e della crisi	1	1	1	1	1	1	1,0	0,00	0,00	0%
2) Ammontare dei debiti scaduti	0	1	1	1	1	1	0,8	0,20	0,45	56%
3) Impatti della crisi	0	1	1	1	1	1	0,8	0,20	0,45	56%
La Strategia di Risanamento	8	8	8	8	8	8	8	0	0	0%
1) Presentazione e impatti della Strategia	4	4	4	4	4	4	4	0	0	0%
2) Manovra finanziaria	4	4	4	4	4	4	4	0	0	0%
Dati Prospettici	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,50	0,00	0,00	0%
1) Presenza dati prospettici	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50	0,00	0,00	0%
2) Specificazione dei FCFto debt	1	1	1	1	1	1	1,00	0,00	0,00	0%
3) Analisi di sensitività	1	1	1	1	1	1	1,00	0,00	0,00	0%
Totale	11,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,10	0,80	0,89	7%
% completezza	85%	100%	100%	100%	100%					
Totale sezione			65,5							

Tabella 31: Risultati complessivi in ipotesi di inserimento in una procedura giudiziale di risanamento (aspetti di specificità dei Piani di Risanamento)

Come si può notare i risultati sono notevolmente migliorati, la percentuale di completezza media, infatti, passa dall’85% al 97%. L’aspetto rilevante è che ora è presente una notevole coerenza tra la strategia di risanamento e la diagnosi della crisi a dimostrazione di ciò è sufficiente considerare l’elevato punteggio ottenuto da entrambe le sezioni e questo è dovuto al

⁵⁶ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.17 Roma 2017.

fatto che, come si scriveva in precedenza, non vengono richieste le analisi di bilancio in sede di accesso alle procedure concorsuali, potendosi le stesse desumere dai dati consuntivi.

Tuttavia, tale evidente diversità di risultati nelle due ipotesi merita almeno due considerazioni. La prima è legata al fatto che l'obiettivo di un piano di risanamento è quello di condurre l'impresa al di fuori di uno stato di crisi e, pertanto, le maggiori informazioni che i principi richiedono rispetto a quanto richiesto dalla legge dovrebbero essere viste non già come inutili o ridondanti precisazioni di informazioni ma come strumenti per capire veramente nel profondo le cause che hanno scatenato la crisi e, di conseguenza, la strategia generale da adottare al fine di rimuoverle. Meglio comprendere la reale situazione in cui versa l'impresa permette anche di capire quale istituto giuridico maggiormente si adatta alla situazione di fatto in analisi e ciò potrebbe essere utile anche al fine di contrastare talune prassi come l'accesso ai concordati solo al fine di prolungare il tempo di "decesso" della società (c.d. concordato meramente dilatorio), o peggio, ridurre il patrimonio (a favore della proprietà) con condotte depauperative contro le ragioni creditorie magari beneficiando della disciplina di favore che la legge riconosce in tali ipotesi. Non va, peraltro, dimenticato che *"la responsabilità del Piano è dell'organo amministrativo [e tale responsabilità si estende] non solo ai contenuti ma anche al rispetto delle forme e tecniche di redazione⁵⁷".*

L'altra considerazione è relativa al fatto che il piano di risanamento può essere collocato tanto all'interno di una procedura disciplinata da norme di legge specifiche ma può essere redatto anche al di fuori di esse, quale autonoma determinazione dell'organo amministrativo. Come è stato in precedenza precisato, nel primo caso il Piano potrebbe richiedere (al ricorrere determinate ipotesi) l'attestazione da parte di un professionista che si esprima sulla veridicità dei dati aziendali e la fattibilità dello stesso, mentre nel secondo caso questa potrebbe non essere necessaria; la cosa rilevante e degna di precisazione è che lo stesso documento redatto dai Dottori Commercialisti e dagli Esperti Contabili precisa che "in ogni caso [redazione all'interno di una procedura disciplinata dalla legge o redazione in "autonomia"] le caratteristiche generali e le logiche di redazione non cambiano". Tale stato di cose non sembra essere avallato dai risultati conseguiti considerando l'evidente diversità emersa tra il primo e il secondo caso.

3.2 Il Piano d'investimento

3.2.1 Intenzioni strategiche

In riferimento alle intenzioni strategiche, prendendo come riferimento le linee guida di Borsa Italiana è necessario precisare che a differenza di quanto in queste contenuto si è proceduto ad

⁵⁷ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, pag.7, Roma 2017.

un loro adattamento per tenere in considerazione il fatto che ci si sta occupando di piani d'investimento e non ai più generali Business Plan. Per tale motivo si ritiene che questa parte del piano dovendosi riferire a investimenti che sostanzialmente lasciano inalterato il business model e il mercato di riferimento della società debba, per considerarsi esaustiva, contenere riferimenti circa:

- i generali sviluppi dell'ambiente/settore;
- la descrizione del progetto d'investimento;
- il vantaggio competitivo che la società intende conseguire.

Pertanto, prendendo in considerazione i casi in analisi si è proceduto a costruire un metodo di valutazione capace di evidenziare se il piano abbia effettivamente considerato i seguenti aspetti; solo così, infatti, gli obiettivi delle intenzioni strategiche e cioè l'esplicitazione di come il piano "intenda creare valore"⁵⁸ potranno dirsi realmente conseguiti.

I punteggi, basati sull'assenza o presenza di questi elementi e tenendo conto dell'importanza che essi rivestono ai più generali fini delle intenzioni strategiche, sono stati attribuiti come indicati dalla tabella sottostante:

<i>Intenzioni Strategiche</i>	
	Punteggio massimo conseguibile
Generali sviluppi del settore di appartenenza	1
Descrizione del progetto d'investimento	3
Esplicitazione del vantaggio competitivo conseguibile	1
<i>Totale</i>	5

Tabella 32: Intenzioni strategiche, punteggi

3.2.1.1 Generali sviluppi del settore di appartenenza

Trattandosi di piani di investimento è naturale attendersi che gli stessi vengano effettuati rimanendo all'interno dello stesso settore per cui è necessario, dopo aver già presentato nella sezione precedente (Capitolo II) il mercato di riferimento e il contesto competitivo, per non incorrere in inutili ridondanze, presentare gli sviluppi futuri che caratterizzano il settore al fine di giustificare e dare fondamento alle intenzioni di continuare ad investire nello stesso. Questo sarà tanto più esaustivo quanto più è avallato da studi o ricerche effettuate direttamente o indirettamente dalla società oppure da dati o stime provenienti da fonti attendibili (es. Istat). Qualora, invece l'investimento comportasse la ridefinizione del settore operativo dell'impresa è necessario procedere ad un livello di esposizione che oltre gli sviluppi futuri aggiunga anche una presentazione dei livelli attuali di competitività del nuovo settore, magari ricorrendo al

⁵⁸ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.13, Milano 2003

modello delle 5 forze di Porter, inoltre, è auspicabile fare riferimento anche all'ambiente c.d. esterno al fine di esplicitare l'andamento delle macro variabili ambientali, solo così, infatti, si riesce a dare fondamento alle iniziative strategiche proposte dal management. I casi oggetto di indagine non prevedono una ridefinizione del settore di appartenenza della società.

Alfa s.r.l.

Come si ricorderà Alfa è prevalentemente operativa nel settore energetico, attraverso la fornitura di componentistica meccanica necessaria alla produzione di energia. Coerentemente il piano d'investimento presentato dalla società si preoccupa di esporre le generali tendenze in atto nel settore. In particolare, si legge che "il settore, visto il graduale spostamento verso le energie rinnovabili, è caratterizzato da una necessità sempre più urgente di rinnovamento delle centrali più vecchie e maggiormente inquinanti. Infatti, le politiche ambientali sempre più stringenti portano all'obbligo di rifare un numero considerevole di centrali e questo è senza ombra di dubbio un fattore più che positivo per Alfa". Una siffatta descrizione, stante il fatto che la società continuerà ad essere operativa nel suo settore "storico" appare sufficientemente esaustiva e giustifica, almeno in via preliminare, la volontà del management di continuare ad investire. Tuttavia, va precisato che quanto evidenziato dalla società non è avallato da nessuna citazione a ricerche di mercato o a dati provenienti da fonti attendibili.

Beta s.r.l.

Beta opera nel settore delle confezioni sartoriali. Il piano della società, come evidenziato nel capitolo II, è poco esaustivo circa la presentazione del mercato di riferimento del contesto competitivo, tuttavia in riferimento agli sviluppi dello stesso si legge che il mercato è sempre più orientato verso strategie di differenziazione in grado di far risaltare la qualità delle confezioni sartoriali. Qualora, infatti, la società non si orientasse in tal senso rischierebbe di perdere quel tratto "luxury" che ha da sempre caratterizzato il marchio di Beta e che le permette ancora oggi di servire un certo tipo di clientela, propenso all'acquisto di capi di una certa qualità a scapito anche di un prezzo tendenzialmente più elevato. Tuttavia, anche in questo caso va precisato che quanto evidenziato dalla società non è garantito da alcuna citazione a ricerche di mercato o a dati provenienti da fonti attendibili.

Delta s.r.l.

Per quanto riguarda Delta, essa opera nel settore della logistica e, in particolare, si è specializzata nella conservazione e distribuzione di prodotti alimentari surgelati. In riferimento alla presentazione delle tendenze in atto nel settore di appartenenza il piano non si può dire del tutto esaustivo dal momento che si preoccupa di precisare solamente che la domanda è in crescita ma ciò non viene avallato da nessun studio effettuato dalla società o comunque commissionato dalla stessa.

3.2.1.2 Descrizione del Progetto d'Investimento

Descrivere il progetto di investimento non significa solamente presentare in cosa esso consiste poiché è necessario fare riferimento anche ai tempi di realizzazione e al costo dello stesso; pertanto, la valutazione terrà inevitabilmente conto della presenza di queste utili informazioni.

Alfa s.r.l.

La società ha elaborato un piano degli investimenti il quale contempla, quale principale elemento, l'acquisto di un nuovo tornio parallelo al fine di ampliare la gamma dei componenti lavorabili non solo in termini dimensionali ma anche di settore. Il macchinario in oggetto consentirà lavorazioni di componenti dal peso fino a 200 tonnellate e con diametro fino a 4200 mm. In tale prospettiva la società potrà lavorare particolari meccanici tipici del settore energetico, tradizionale e rinnovabile, sfruttando le tendenze in atto nel settore di riferimento, ponendo, per le caratteristiche dell'investimento, Alfa in una posizione primaria nel mercato mondiale. La società, inoltre, attraverso tale investimento, intende perseguire un efficientamento in termini di riduzione dei turni lavorativi attualmente in essere su altro tornio di grandi dimensioni e, nel contempo, garantire una maggior sicurezza sul lavoro grazie alla predisposizione di un nuovo fabbricato industriale, eretto su un terreno edificabile già di proprietà della società, atto ad ospitare il nuovo macchinario che consenta il montaggio, lo spostamento e il collaudo dei componenti lavorati in completa sicurezza.

In riferimento ai tempi di realizzazione il piano in modo molto esaustivo prevede nei primi sei mesi di ottenere i finanziamenti necessari e completare l'immobile atto ad accogliere il nuovo tornio, nelle successive 15 mensilità si prevede l'installazione dello stesso e la relativa fase di impianto per giungere al terzo anno di piano alla vera e propria fase di esercizio dell'investimento. Quanto ai costi viene presentato il seguente prospetto:

Tornio	3.172.000 €
Fabbricato industriale	700.000 €
Fondazione per macchinario, impianti elettrici, illuminazione e altre varie	230.000 €
Revisione, installazione e messa in funzione	100.000 €
Totale costi del progetto	4.202.000 €

Tabella 33: Costo del progetto di Alfa, rielaborato dal piano della società

Beta s.r.l.

Il progetto di investimento di Beta consiste nell'acquisizione di un suo specifico fornitore, integrando a monte la propria filiera produttiva. Infatti, consapevoli del ruolo di importanza che quest'ultimo riveste nel business di Beta e ravvisando una costante diminuzione nella qualità delle lavorazioni effettuate, non sopportabile visti i trend di mercato, dovuta ad una progressiva obsolescenza tecnologica, Beta ha deciso di procedere all'acquisizione al fine di sfruttare le

sinergie realizzabili grazie al riammodernamento ed efficientamento del processo produttivo, alla riduzione degli sprechi e all'ottimizzazione dei risultati.

In riferimento ai tempi di realizzazione dell'operazione viene specificato che nel corso dei primi dodici mesi si procederà all'acquisizione e successiva fusione della società target al fine di avviare il prima possibile la fase di riammodernamento ed efficientamento della società.

Quanto ai costi complessivi del progetto, Beta richieda supporto al sistema bancario al fine di garantire una maggiore sostenibilità ed equilibrio finanziario dell'operazione per complessivi 400.000 euro.

Delta s.r.l.

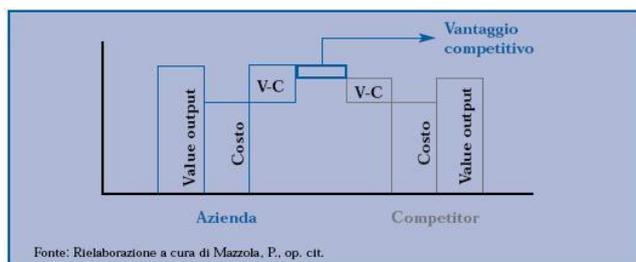
Attesa la crescente domanda di servizi da parte della clientela di Delta (maggiori spazi/servizi relativi allo stoccaggio del «fresco»), la società intende sviluppare la logistica del freddo ampliando le superfici attualmente disponibili. È stato pertanto studiato un piano di acquisizione immobiliare da parte di Delta1 (società controllata che detiene la proprietà degli immobili dove Delta svolge la propria attività) il quale si sostanzia nell'acquisizione immobiliare e nella successiva trasformazione degli immobili per lo sviluppo dell'attività di logistica del freddo svolta da Delta. I costi dell'investimento per l'acquisizione del compendio immobiliare e per la conversione dei depositi in strutture atte allo svolgimento dell'attività di logistica del freddo sono di seguito rappresentati:

Acquisto del compendio immobiliare	4.500.000 €
Conversione Immobile	5.800.000 €
Totale costi del progetto	10.300.000 €

Tabella 34: Costi del progetto di Delta, rielaborato dal piano della società

3.2.1.3 Esplicitazione del vantaggio competitivo conseguibile

In conclusione, le intenzioni strategiche dovrebbero fare riferimento al vantaggio competitivo che l'impresa intende conseguire o migliorare per effetto dell'investimento progettato. Borsa Italiana precisa che “un'impresa possiede un vantaggio competitivo se dimostra di avere un divario tra valore e costo superiore in media a quello dei concorrenti e solo in questo caso essa potrà credibilmente ipotizzare performance di piano superiori a quelle ottenute mediamente dai concorrenti, sia in termini di crescita sia in termini di redditività⁵⁹”. In riferimento ai piani oggetto di analisi nessuno presenta in termini sufficientemente esaustivi il vantaggio competitivo così come inteso da Borsa Italiana.



⁵⁹ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.23, Milano 2003

Sintetizzando i risultati appena presentati:

Intenzioni Strategiche					
		Alfa s.r.l.	Beta s.r.l.	Delta s.r.l.	Totale
Generali sviluppi del settore ⁶⁰		0,5	0,5	0,5	1,5/3
Descrizione del Progetto d'Investimento	Presentazione del progetto	1	1	1	3/3
	Tempi di realizzazione	1	1	0	2/3
	Costo del progetto	1	1	1	3/3
Esplicitazione del vantaggio competitivo		0	0	0	0/3
Totale		3,5/5	3,5/5	2,5/5	9,5/15

Tabella 35: Intenzioni strategiche, risultati ottenuti

In linea generale emerge come i risultati migliori siano stati conseguiti dalla descrizione del progetto d'investimento. Con buona probabilità questo è dovuto al fatto che nella prassi operativa si dà molto più risalto alla spiegazione del progetto in sé e per sé tralasciando tuttavia utili e fondamentali informazioni come l'accurata analisi degli sviluppi di settore e l'esposizione del vantaggio competitivo. Bisogna precisare che tale prassi non è consigliata poiché presentare un progetto d'investimento che oltre ad un'attenta descrizione dello stesso sia corredato anche da un'altrettanta attenta analisi del settore e del vantaggio competitivo conseguibile non può che avere effetti più che positivi agli occhi di quei soggetti che sono chiamati a finanziare il progetto, specialmente se questi sono gli istituti di credito.

3.2.2 Action Plan

Quanto all'Action Plan valgono le stesse considerazioni fatte per le intenzioni strategiche. Le linee guida di Borsa Italiana, infatti, sono stilate per i piani industriali nel nostro caso, invece, ci stiamo riferendo ai più specifici piani di investimento e pertanto anche lo stesso Action Plan è soggetto ad alcune modifiche. I contenuti essenziali che deve contenere lo stesso, in ipotesi di piani di investimento sono:

⁶⁰ È stato riconosciuto metà del punteggio massimo conseguibile poiché le società non hanno avallato le loro considerazioni da studi o dati attendibili.

- l'analisi degli impatti generati dal progetto di investimento;
- le modalità di finanziamento dello stesso.

L'analisi degli impatti generati riguarda gli effetti che l'investimento genera sul piano economico e patrimoniale (quello finanziario è oggetto specifico delle modalità di finanziamento) ed essi costituiranno la base per la costruzione dei successivi dati prospettici. Un'analisi correttamente eseguita deve esporre i principali impatti generati dal progetto, con particolare attenzione all'andamento dei ricavi e dei costi diretti; la stessa Borsa Italiana precisa che: *“un piano industriale [in questo caso si legga piano di investimento] deve indicare: ipotesi alla base dello sviluppo dei ricavi [...], ipotesi alla base dei costi diretti [...], ipotesi alla base dei costi indiretti [...], ipotesi alla base dell'evoluzione del capitale investito [...]*”⁶¹ e di ogni altra particolare voce influenzata dal progetto di investimento. La valutazione pertanto terrà conto della presenza di questi elementi.

Con riferimento alle modalità di finanziamento del progetto è necessario presentare in primis, se le fonti provengono dai mezzi propri (ivi compresi anche gli apporti di capitale da parte dei soci) oppure da terzi e in quest'ultimo caso è auspicabile presentare come la società intenda procedere alla restituzione del capitale preso a prestito, al fine di evincersi la bancabilità del progetto stesso; anche in questa fattispecie Borsa Italiana sottolinea la necessità di presentare *“l'evoluzione della struttura finanziaria e della copertura dell'eventuale fabbisogno finanziario generato dalla realizzazione [del piano]”*⁶².

Di tutte queste considerazioni si terrà conto per la generale valutazione dell'Action Plan, in particolare:

	Punteggio massimo conseguibile
Impatto dell'Investimento	4
Modalità di Finanziamento	4
Totale	8

Tabella 36: Action Plan, punteggi

Alfa s.r.l.

Il progetto di investimento di Alfa consiste nell'installazione di un tornio di grandi dimensioni che permetta alla società di effettuare lavorazione di grosso calibro. Quanto agli impatti che esso genererà, correttamente la società presenta, in primis, l'andamento della voce ricavi. Viene precisato che il nuovo tornio andrebbe ad affiancare l'attività svolta dagli altri torni, stabilendo

⁶¹ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.25, Milano 2003

⁶² Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.25, Milano 2003

un utilizzo del 60% dello stesso durante la fase di impianto, coerentemente con quanto individuato nel paragrafo precedente. In tali ipotesi viene pertanto presentato l'andamento dei ricavi.

Con riferimento ai costi diretti il piano ha mantenuto l'incidenza degli stessi in linea con quanto registrato nell'esercizio

precedente (68%). Tuttavia, l'investimento



Figura 21: Incidenza costi diretti di Alfa, rielaborato dal piano della società

essendo un bene altamente tecnologico, l'investimento in esame risponde ai requisiti di Industria 4.0 e pertanto potrà usufruire dei relativi vantaggi riconosciuti.

Quanto al finanziamento dell'investimento la società prevede di ricorrere esclusivamente agli istituti di credito attraverso due specifici finanziamenti:

- un primo finanziamento di 3.172.000 € di durata quinquennale per il tornio;
- un secondo finanziamento di 1.030.000 € di durata dodicennale per la realizzazione del fabbricato.

Inoltre, il piano si preoccupa di evidenziare sulla base di quanto prima scritto il programma di rientro dall'esposizione debitoria, considerato i flussi di cassa disponibili al debito, come qui rappresentato (in /000 euro):

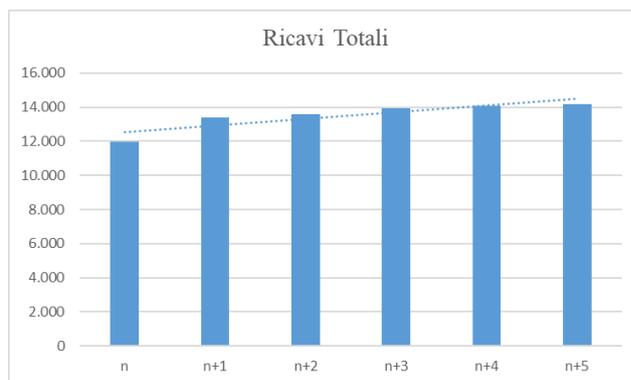


Figura 20: Ricavi totali di Alfa, rielaborato dal piano della società

dovrebbe portare ad un lieve decremento dei costi relativi al personale industriale diretto (viene eliminato un turno di lavoro) e pertanto migliorare il margine industriale.

Trattandosi di un investimento di cospicua entità la società, inoltre, si preoccupa di presentare l'effetto che questo ha a livello degli ammortamenti (presentando due scenari: uno con il nuovo tornio mentre l'altro senza) nonché l'effetto fiscale che ne deriva dal momento che

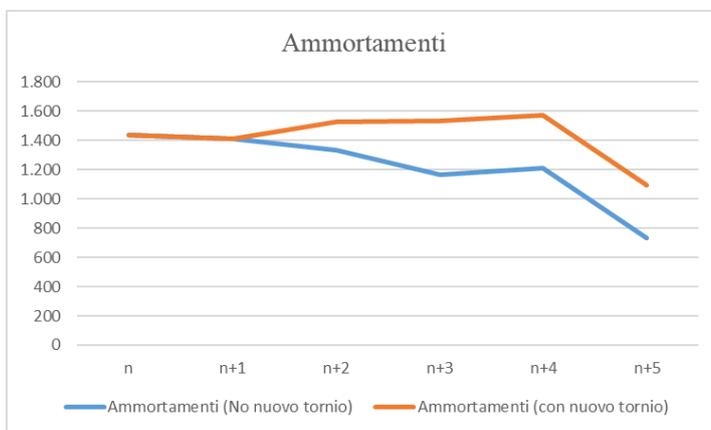


Figura 22: Ammortamenti Alfa, rielaborato dal piano della società

	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
Cash flow al servizio del debito		1.868	2.092	1.920	2.993
Erog. (Rimborso) Banche a MLT		-785	-1.176	-2	
Erog. (Rimborso) Investimento Tornio	3.009	-668	-692	-717	-742
Erog. (Rimborso) Investimento Immobile	1.011	-79	-81	-83	-85
Cash flow dopo il servizio al debito	4.020	336	143	1.118	2.166

Tabella 37: FCF to debt Alfa, rielaborato dal piano della società

Beta s.r.l.

Il progetto di investimento di Beta consiste nell'acquisizione di un suo fornitore (mediante l'acquisto delle partecipazioni) e successivo efficientamento dello stesso, quest'ultimo vero focus del piano d'investimento. A tal fine il progetto di Beta prevede un intervento nei seguenti ambiti:

- management;
- ricavi;
- costi delle lavorazioni;
- costo del personale;
- crediti e debiti commerciali;
- investimenti.

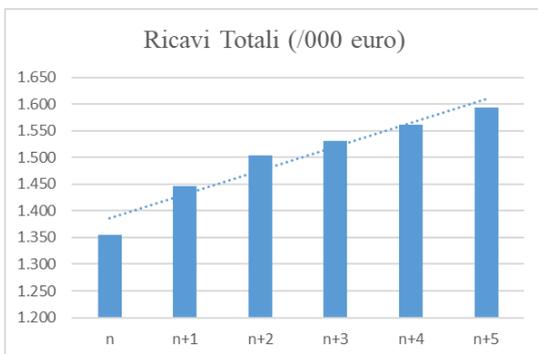


Figura 23: Ricavi totali Beta, rielaborato dal piano della società

Per ciascuna delle seguenti voci il piano precisa in maniera del tutto esaustiva l'impatto che la strategia di efficientamento andrà a generare. Passando brevemente in rassegna quanto previsto dal piano, si può evidenziare come in primis sia previsto un cambiamento del management dell'acquisita con figure di comprovate doti in ambito manageriale già testate da Beta stessa i cui compensi saranno attribuiti con un sistema progressivo in base ai risultati attesi. Con riferimento ai ricavi il nuovo management ritiene che grazie alla riorganizzazione del processo produttivo attraverso una puntuale riduzione degli sprechi e dei costi, unitamente ad una politica di rinnovamento delle attrezzature, si possano aumentare i ricavi con un incremento meno che proporzionale dei costi, senza dover ricorrere ad un aumento del costo del personale. Inoltre, per effetto della riorganizzazione e del conseguente efficientamento il piano ritiene possibile una riduzione consistente del ricorso alle lavorazioni di terzi, riportando all'interno della struttura alcune fasi che prima venivano esternalizzate. Per quanto concerne il costo del personale esso ricopre un ruolo chiave nella gestione della società dal momento che il tipo di business si basa sul lavoro manuale di sarte

specializzate che si avvalgono della propria manodopera per il taglio, l'assemblaggio, la cucitura e la confezione dei capi. Pertanto, l'impostazione adottata mira a mantenere costante il numero di lavoratori nei prossimi esercizi, aumentando tuttavia l'efficienza produttiva grazie alla riorganizzazione dei processi.

Per quanto attiene agli aspetti patrimoniali il

piano prevede un sostanziale rimodellamento dei tempi di incasso e pagamento dei crediti e dei

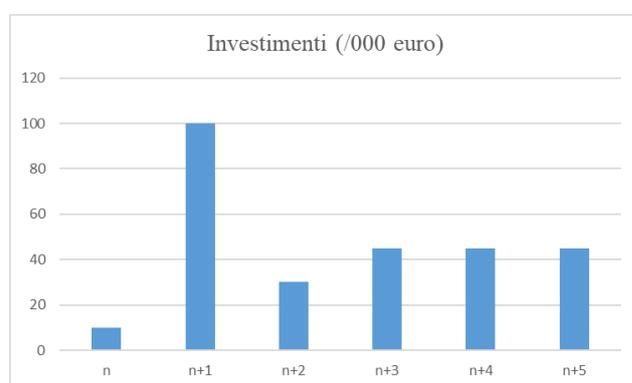


Figura 25: Investimenti Beta, rielaborato dal piano della società

debiti commerciali; tuttavia, l'aspetto rilevante da questo punto di vista sono gli investimenti previsti al fine ammodernare tutta la struttura produttiva, efficientare la produzione ed aumentare la capacità produttiva giornaliera. Quanto al finanziamento dell'intero progetto la richiesta di supporto bancario a medio-lungo termine è proposta al fine di garantire una maggior sostenibilità ed equilibrio finanziario dell'intera operazione. Infatti, l'acquisizione dell'intero capitale sociale del fornitore è stata realizzata attraverso un *leverage buyout*, disciplinato dall'articolo 2501-*bis* del codice civile e pertanto la linea di credito è stata concesso alla società veicolo. La manovra finanziaria proposta, dunque, è volta a consentire l'estinzione della concessione temporanea di credito e garantire l'equilibrio finanziario della nuova entità formata a seguito dell'incorporazione (società veicolo e fornitore).

Anche in questo caso il piano si preoccupa di evidenziare sulla base di quanto prima scritto il programma di rientro dall'esposizione debitoria, considerato i flussi di cassa disponibili al debito, come rappresentato (in /000 di euro).

	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
Cash flow al servizio del debito		159	207	175	221
Erog. (Rimborso) Banche a MLT	394	-82	-84	-86	-85
Cash flow dopo il servizio al debito	394	77	123	89	136

Tabella 38: FCF to debt Beta, rielaborato dal piano della società

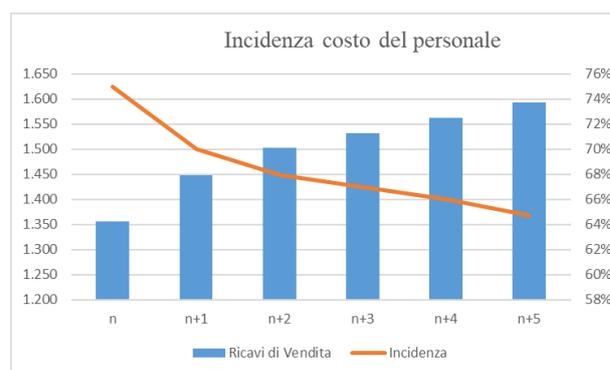


Figura 24: Incidenza costo del personale Beta, rielaborato dal piano della società

debiti commerciali; tuttavia, l'aspetto rilevante da questo punto di vista sono gli investimenti previsti al fine ammodernare tutta la struttura produttiva, efficientare la produzione ed aumentare la capacità produttiva giornaliera.

Quanto al finanziamento dell'intero progetto la richiesta di supporto bancario a medio-lungo termine è proposta al fine di

Delta s.r.l.

Come si ricorderà il progetto di investimento di Delta consiste nell'acquisto di un nuovo immobile al fine di ampliare i propri magazzini adibiti allo stoccaggio. Tale investimento viene proposto con l'ausilio di Delta1 (società immobiliare che si sobbarcherà il debito derivante dall'acquisto) che si impegnerà ad acquistare l'immobile, adibirlo allo stoccaggio del "freddo" e successivamente locarlo a Delta. Quanto agli impatti, coerentemente il piano tiene conto sia degli effetti che verranno a crearsi tanto su Delta quanto su Delta1. Per quanto riguarda Delta, attraverso il nuovo investimento la società disporrà di maggiori posti pallet destinati alla

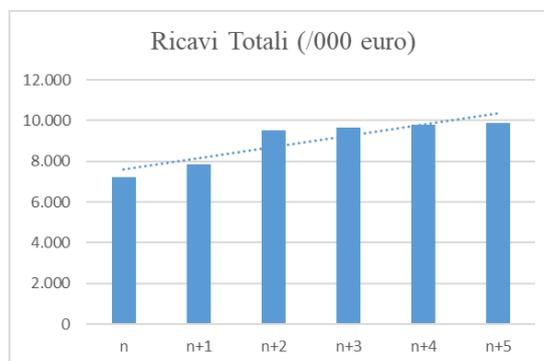


Figura 27: Ricavi totali di Delta, rielaborato dal piano della società



Figura 26: Incidenza costi Delta, rielaborato dal piano della società

logistica del freddo e conseguentemente potrà rispondere alla crescente richiesta di mercato ampliando la propria offerta. In relazione ai costi operativi caratteristici che si registreranno a seguito dell'ampliamento e dello sviluppo della logistica del freddo, superata la fase di realizzazione dell'investimento e assumendo la saturazione della capacità di stoccaggio dei nuovi

depositi, Delta potrà beneficiare di una razionalizzazione dei costi operativi tale da assicurare, nel medio termine, una costante seppur contenuta riduzione dell'incidenza di tali costi.

Per quanto riguarda i costi di struttura (principalmente rappresentati dai canoni di locazione da corrispondere a Delta1) questi inevitabilmente aumenteranno, in valore assoluto, ma a tale incremento è associato un decrescente incidenza di tali costi sul valore della produzione, come confermato anche dall'andamento crescente dei margini.

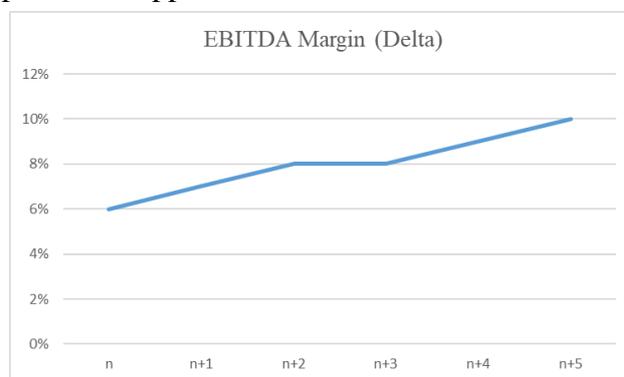


Figura 28: Ebitda margin Delta, rielaborato dal piano della società

Gli impatti su Delta1 tengono conto di maggiori ricavi dovuti all'aumentare del canone di locazione giacché come più volte sottolineato il nuovo immobile verrà dato in locazione a Delta; tuttavia, la stessa Delta1 dovrà procedere alla conversione dell'immobile per essere adibito allo

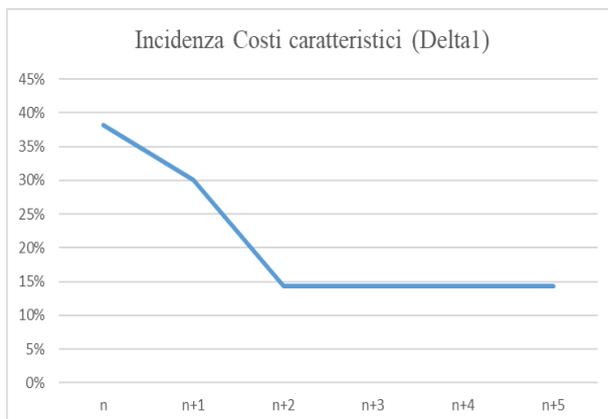


Figura 29: Incidenza costi Delta1, rielaborato dal piano della società

stoccaggio del freddo e pertanto i costi, comprensivi delle imposte comunali e delle assicurazioni, subiranno un sostanziale aumento. Anche in questo caso però l'incidenza di tali costi tende a diminuire, con conseguente effetto positivo sui margini, a seguito di maggiori ricavi dovuti alle locazioni.

In riferimento al finanziamento dell'intero progetto Delta1 prevede le seguenti fonti di

finanziamento:

- 9.000.000 € da parte degli istituti di credito;
- 1.000.000 € da parte dei soci.

Anche in questo caso il piano si preoccupa di evidenziare sulla base di quanto prima scritto il programma di rientro dall'esposizione debitoria, considerato i flussi di cassa disponibili al debito, come qui rappresentato (in /000 euro).

	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5
Cash flow al servizio del debito	525	1.469	1.412	1.487	1.137
Erog. (Rimborso) Banche a MLT	-120	-120	-120	-120	0
Erog. (Rimborso) Investimento	-377	-771	-794	-818	-843
Cash flow dopo il servizio al debito	28	578	498	549	294

Tabella 39: FCF to debt Delta rielaborato dal piano della società

Considerando complessivamente quanto emerso dalle analisi si ottiene che:

Action Plan				
	Alfa s.r.l.	Beta s.r.l.	Delta s.r.l.	Totale
Impatti dell'investimento	4	4	4	12/12
Modalità di Finanziamento	<i>Debito (100%)</i>	<i>Debito (100%)</i>	<i>Debito (99%); Equity (1%)</i>	12/12
	4	4	4	
Totale	8/8	8/8	8/8	24/24

Tabella 40: Action Plan, risultati ottenuti

A livello generale si può sottolineare come il punteggio raggiunto dai tre casi oggetto di analisi sia più che soddisfacente dal momento che tutti hanno ottenuto il massimo del punteggio ottenibile. Questo deriva dall'importanza che tale sezione ha ai fini della generale fattibilità del piano e per convincere i destinatari della bontà delle intuizioni del management. In questa sede, infatti, i redattori hanno la possibilità di esplicitare i principali impatti che le intenzioni strategiche hanno a livello del business della società potendone cogliere gli elementi di vantaggio rispetto allo *status quo*. Va anche precisato che tale sezione, dal punto di vista della prassi operativa, è la più delicata dal momento che i soggetti chiamati a finanziare il progetto d'investimento che come si può notare sono prevalentemente gli istituti di credito, porranno molta attenzione alle informazioni qui contenute, soprattutto con riferimento alle modalità e ai tempi di rimborso, i quali sono (inevitabilmente) collegate alle prospettive di crescita (in particolare crescita dei ricavi) della società sprigionate dal progetto d'investimento.

3.2.3 I dati prospettici

Per quanto riguarda i dati prospettici va innanzitutto precisato che la mera presentazione degli schemi di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario non può dirsi esaustiva in riferimento agli obiettivi di tale sezione del piano. Infatti, questi dovrebbero essere necessariamente corredati da:

- confronto con i dati storici;
- andamento dei principali *key value driver*;
- analisi di sensitività.

Per quanto riguarda il confronto con i dati storici è opportuno che lo stesso venga effettuato, in primis, sulle voci maggiormente interessate (per esempio, i ricavi, i margini, i costi diretti e indiretti, la posizione finanziaria netta) e successivamente sui principali indici di bilancio evidenziando in ambo i casi la differenza che il piano ha creato rispetto ai trend storici. In riferimento ai *key value driver* è necessario dare risalto all'andamento di quelle voci responsabili prime della creazione di valore. Considerando che la redazione di un piano avviene in condizioni di particolare incertezza, è necessario presentare un'analisi di sensitività rispetto alle principali variabili che possono incidere sul valore che il progetto propone di creare. A tal proposito Borsa Italiana precisa che: *“l'analisi di sensitività dovrebbe essere presentata rispetto a scenari più ottimistici e più pessimistici, mostrando l'effetto sui principali dati economici, patrimoniali e finanziari”*⁶³.

Inoltre, fermo restando che nella prassi operativa qualsiasi piano presenta i dati previsionali (e i piani in oggetto non fanno eccezione), si tratterà di presentare se gli stessi abbiano esibito le

⁶³ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.37, Milano 2003

utili informazioni sopra esposte. Solo così, infatti, gli stessi potranno dirsi sufficientemente esaustivi e capaci di raccontare e dimostrare il valore che l'investimento vuole generare.

In sede valutativa, pertanto, al fine di voler comunque considerare il fatto che ogni società ha prodotto i dati prospettici si è riconosciuto un punteggio iniziale, dato a ciascun piano, di 0,5 punti. Questo è stato fatto in un'ottica di un ipotetico confronto, per quanto assurdo, con un piano che non abbia presentato i dati prospettici. Infatti, qualora non venisse riconosciuto alcun punteggio per l'aver prodotto i documenti previsionali, in ipotesi di confronto con un piano deficitario di quest'ultimi, si rischierebbe di concludere con una erronea parità di punteggio.

Pertanto:

<i>Dati Prospettici</i>	
	Punteggio massimo conseguibile
Presenza Dati Prospettici	0,5
Confronto con i dati storici	1
Andamento dei Key Value Driver	1
Analisi di sensitività	1
<i>Totale</i>	3,5

Tabella 41: *Dati prospettici, punteggi*

Per quanto riguarda i casi di studio, nessun piano ad eccezione di Beta ha presentato oltre ai dati prospettici quanto indicato nella tabella. Beta, infatti, si distingue per aver presentato l'analisi di sensitività condotta, coerentemente con quanto sottolineato da Borsa Italiana, sulle voci che maggiormente impattano sulla creazione di valore. Tuttavia, va precisato, che la stessa è stata fatta solo con riferimento ad uno scenario pessimistico. L'analisi condotta si concentra sui ricavi, sulle lavorazioni di terzi, sui crediti commerciali e sul compenso degli amministratori. In particolare, per i ricavi prevede dopo un iniziale aumento del 5% ottenuto grazie al cambio di gestione e riorganizzazione della produzione che questi si mantengano stabili con una crescita del 1% annuo. In riferimento alle lavorazioni esterne l'analisi considera una loro riduzione che si attesta attorno al valore del 12% e non del 10% come prospettato dal piano. Inoltre, verrà proporzionalmente aumentato il tempo medio di incasso dei crediti della società. Infine, viene prevista una sterilizzazione dell'aumento di 20.000 € annui per i compensi degli amministratori. L'analisi dimostra che la situazione economica risulta sostenibile in quanto la struttura si rileva abbastanza flessibile da sopportare una crescita pressoché nulla dei ricavi. La situazione patrimoniale (e quella finanziaria) dimostra che, anche in uno scenario pessimistico, la società è in grado di sostenere il rimborso del finanziamento.

Complessivamente i risultati sono i seguenti:

<i>Dati Prospettici</i>				
	Alfa s.r.l.	Beta s.r.l.	Delta s.r.l.	<i>Totale</i>
Presenza Dati Prospettici	0,5	0,5	0,5	1,5/1,5
Confronto con i dati storici	0	0	0	0/3
Andamento dei Key Value Driver	0	0	0	0/3
Analisi di sensitività	0	1	0	1/3
<i>Totale</i>	0,5/3,5	1,5/3,5	0,5/3,5	2,5/10,5

Tabella 42: *Dati prospettici, risultati ottenuti*

A livello generale i risultati conseguiti non possono definirsi soddisfacenti. Infatti, emerge chiaramente come i piani di investimento si siano limitati a presentare i soli dati prospettici, non curandosi di tutte le altre informazioni necessarie. Solo Beta si distingue dal momento che è stata la sola a presentare l'analisi di sensitività. Anche in questo caso la ragione di punteggi così bassi è da ricercare nel fatto che nella prassi operativa, erroneamente, non si dà sufficiente peso a integrare la presentazione dei dati previsionali. Si è scritto "erroneamente" perché se si vanno a considerare i requisiti che un piano deve avere e indicati da Borsa Italiana ci si rende presto conto che i dati prospettici devono assolutamente essere integrati con il confronto con i dati storici, con l'andamento dei key value driver e con l'analisi di sensitività. Questo non è un mero esercizio stilistico poiché una completa rappresentazione delle informazioni richieste impatta prevalentemente sui requisiti essenziali che un piano deve avere. Come si ricorderà dal primo capitolo, infatti, uno dei requisiti del piano è quello dell'attendibilità; ora per potere concludere circa il possesso di tale requisito, tra le altre cose, è necessario avere un confronto con i risultati storici poiché tanto più le previsioni si discostano da quest'ultimi tanto più sarà necessario presentare delle valide giustificazioni per definire il piano attendibile; oppure ancora, non va dimenticato che la stessa Borsa Italiana richiede per l'attendibilità la presenza dell'analisi di sensitività. Pertanto, laddove i piani non presentino tali informazioni non possono dirsi completi tanto a livello formale quanto a livello sostanziale, poiché privi di elementi utili a verificare il possesso dei requisiti fondamentali.

3.2.4 Considerazione conclusive

<i>Piani di Investimento</i>								
Alfa s.r.l. Beta s.r.l. Delta s.r.l.	Massimo punteggio ottenibile	media	varianza	deviazione	coefficiente di variazione			
Intenzioni Strategiche	3,5	3,5	2,5	5	3,17	0,33	0,58	18%
1) Generali sviluppi del settore	0,5	0,5	0,5	1	0,5	0,00	0,00	0%
2) Descrizione del progetto d'Investimento								
<i>Presentazione del progetto</i>	1	1	1	1	1,0	0,00	0,00	0%
<i>Tempi di realizzazione</i>	1	1	0	1	0,7	0,33	0,58	87%
<i>Costo del progetto</i>	1	1	1	1	1,0	0,00	0,00	0%
3) Esplicitazione del vantaggio competitivo	0	0	0	1	0,0	0,00	0,00	n.s.
Action Plan	8	8	8	8	8	0	0	0%
1) Impatti dell'investimento	4	4	4	4	4	0	0	0%
2) Modalità di finanziamento	4	4	4	4	4	0	0	0%
Dati Prospettici	0,5	1,5	0,5	3,5	0,83	0,33	0,58	69%
1) Presenza dati prospettici	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50	0,00	0,00	0%
2) Confronto con i dati storici	0	0	0	1	0,00	0,00	0,00	n.s.
3) Andamento dei key value driver	0	0	0	1	0,00	0,00	0,00	n.s.
4) Analisi di sensitività	0	1	0	1	0,33	0,33	0,58	173%
Totale	12	13	11	16,5	12,00	1,00	1,00	8%
% completezza	73%	79%	67%					
Totale sezione		36						

Tabella 43: Risultati complessivi (aspetti di specificità dei Piani di Investimento)

A livello complessivo i risultati conseguiti dai piani, in riferimento al modello costruito sono più che soddisfacenti. Infatti, come ben si può notare la percentuale di completezza è molto alta, assestandosi ad un valore medio del 73%. In tale modello la media è un indice statistico solido stante i bassi livelli di diversità dei dati come dimostra il coefficiente di variazione. Scendendo più nel dettaglio si può notare come l'aspetto maggiormente sviluppato dai piani sia l'Action Plan che ottiene in tutti e tre i casi il massimo punteggio conseguibile; questo deriva, come si scriveva nella parte allo stesso dedicata, che i contenuti così come individuati dal presente lavoro (impatti dell'investimento e modalità di finanziamento) e ispirati alle linee guida di Borsa Italiana sono fondamentali al fine di evincersi la bontà del progetto di investimento. Non casualmente, infatti, in sede valutativa il peso dell'Action Plan è complessivamente maggiore rispetto alle altre due parti che compongono gli aspetti di specificità di tale tipologia di piano. In altre parole, trattasi del classico elemento necessario ma, tuttavia, non sufficiente giacché il piano deve essere inteso (e redatto) con una logica sistemica e non già come una mera somma di parti sconnesse tra loro. A nulla gioverebbe, pertanto, investire la maggior parte degli sforzi nell'Action Plan se le parti restanti non venissero sufficientemente sviluppate poiché si correrebbe il rischio di produrre un documento incoerente con la conseguenza di ledere il principio stesso della coerenza. Borsa Italiana ricorda che il suo esposto requisito "è relativo alla dimensione interna del piano e si manifesta laddove

tutte le componenti siano tra di loro coerenti; le scelte strategiche devono, quindi, riflettersi nelle azioni realizzative preventivate e queste ultime devono trovare riscontro nell'andamento dei dati prospettici⁶⁴”.

I risultati meno soddisfacenti derivano, invece, dai dati prospettici i quali mediamente ottengono un punteggio di 0,83 contro un massimo conseguibile di 3,5. Questo punteggio deriva, come già evidenziato, dal fatto che nella prassi operativa ci si limita a predisporre i dati previsionali tralasciando ulteriori analisi necessarie come il confronto con i dati storici e le analisi di sensitività. Trattasi comunque di una prassi da scoraggiare fortemente dal momento che rischia di minare il requisito dell'attendibilità del piano. Un'ultima considerazione si può fare circa le modalità di finanziamento dei progetti di investimento:

Modalità di finanziamento				
	Alfa s.r.l.	Beta s.r.l.	Delta s.r.l.	Totale
Costo complessivo del progetto	4.202.000€	400.000€	10.300.000€	14.902.000€ (100%)
Capitale di rischio	0	0	1.300.000€	1.300.000€ (8,7%)
Capitale di debito	4.202.000€	400.000€	9.000.000€	13.602.000€ (91,3%)

Tabella 44: Modalità di finanziamento

Nonostante il campione sia molto limitato, i dati della tabella non si discostano di molto da quella che è la media nazionale⁶⁵. La dipendenza dagli istituti di credito e il ruolo dominante del capitale di debito rispetto a quello di credito sono, infatti, un problema di vecchia data dell'economia italiana. Già nel 1922 Piero Saffa nell'*Economic Journal* scriveva che il credito erogato dalle banche “*rappresenta per l'industria [italiana] una necessità assoluta [e che] a causa della scarsità di capitale nel paese, della generale riluttanza a investire in beni mobili [...] le industrie non possono altrimenti ottenere il capitale di cui hanno bisogno*”. Ovviamente ciò deriva anche dal fatto che molte imprese italiane sono prevalentemente a conduzione familiare le quali per il timore di perdere il controllo proprietario spesso ricorrono al debito, con la conseguenza di avere un'economia composta da molte imprese sottocapitalizzate, come molti studi confermano. Per quanto necessario, va sottolineato, che il credito bancario non può da solo sostenere gli investimenti, soprattutto se questi necessitano di lunghi tempi per generare

⁶⁴ Borsa Italiana, *Il Piano Industriale*, pag.14, Milano 2003

⁶⁵ Secondo un'elaborazione di Confcommercio, in Italia i finanziamenti bancari rappresentano il 72% dei finanziamenti totali (2017).

i sperati ritorni economici o laddove abbiano un alto potenziale innovativo, con conseguente bisogno dei c.d. “capitali lenti”.

Capitolo Quarto: Analisi degli scostamenti

Al fine di meglio comprendere i risultati complessivi ottenuti i quali saranno debitamente presentati nelle conclusioni, si è scelto di procedere all'analisi degli scostamenti. Infatti, i piani oggetto di indagine sono tutti in essere per cui è stato possibile comparare le prestazioni ipotizzate con quanto effettivamente conseguito e ravvisabile nei risultati dei bilanci pubblicati. In particolare, si è proceduto a selezionare l'annualità del piano i cui risultati fossero vicini alla media del periodo di estensione temporale dei dati prospettici con il relativo bilancio depositato. L'analisi, inoltre, presenta anche i dati "di partenza" al fine di offrire anche un giudizio sull'effettiva bontà dell'investimento o del risanamento; va precisato che per quelle società (Beta s.r.l. e Sigma s.r.l.) che non hanno presentato all'interno del piano i dati storici, questi sono stati ricavati dai bilanci approvati e depositati, ricavati dal sito internet <https://aida.bvdep.com/ip>. Per quanto riguarda l'analisi questa è stata suddivisa in 4 aree (sviluppo, redditività, liquidità e solidità) e per ognuna di queste sono stati calcolati alcuni indici reputati significativi dalla letteratura⁶⁶. In particolare, per quanto riguarda l'area "sviluppo" si sono considerati i ricavi e i margini più significativi come EBITDA/Ricavi e EBIT/Ricavi; per quanto riguarda l'area "redditività", utile per indagare la capacità dell'impresa di produrre reddito in grado di remunerare i fattori impiegati, si sono considerati:

- Il ROI, calcolato come rapporto tra l'Ebit e il capitale investito;
- Il ROE, calcolato come rapporto tra il risultato netto e il patrimonio netto contabile;

In riferimento alla liquidità, intesa come capacità di far fronte in modo tempestivo agli impegni di natura finanziari si sono presi in considerazione:

- l'indice di liquidità primaria vale a dire il rapporto tra le attività a breve termine (crediti e disponibilità liquide) e le passività correnti, utile per capire se le attività che ritorneranno in forma liquida entro un anno siano superiori ai debiti esigibili nello stesso periodo;
- il rapporto tra gli oneri finanziari e l'Ebitda utile per cogliere l'ammontare di risorse assorbito dalla gestione finanziaria.

In considerazione della solidità, vale a dire la capacità dell'impresa di mantenere un equilibrio strutturale nel lungo periodo si sono calcolati i seguenti indici:

- rapporto di indebitamento cioè il rapporto tra i capitali di terzi⁶⁷ (Debt) e il patrimonio netto (Equity), definito anche come grado di capitalizzazione di un'impresa;

⁶⁶ Commissione Consultiva: "Analisi di bilancio e valutazione d'azienda" dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (Brescia), *La Valutazione d'Azienda, gli indicatori della crisi*, Brescia 2017

⁶⁷ In questa sede per capitale di terzi si considera la posizione finanziaria netta

- il grado di autonomia finanziaria calcolato come rapporto tra il patrimonio netto e il totale delle passività, esso indica la quota parte di apporto finanziario che proviene dai mezzi propri.

In particolare, al fine di giungere ad un giudizio finale ed uniformare i risultati delle analisi degli scostamenti si è tenuto conto del seguente livello di tolleranze:

<i>Analisi degli scostamenti</i>			
	Scostamento elevato negativamente (0 punti)	Tolleranza (2 punti)	Scostamento elevato positivamente (1 punto)
Ricavi (e margini)	<-3%	-3% --- +3%	>3%
D/E		-0,6 --- +0,6	
ROE	<-3%	-3% --- +3%	>3%
ROI	<-3%	-3% --- +3%	>3%
Indice di liquidità	<-0,15	-0,15 --- +0,15	>0,15
OF/EBITDA	>+3%	-3% --- +3%	<-3%

Tabella 45: Analisi degli scostamenti, punteggi

Come si può facilmente notare, è stata stabilita una soglia di tollerabilità compresa tra il -3% e il +3%, la quale è certamente ampia ma l'obiettivo era quello di disporre di un indicatore che non fosse troppo "stretto" e che potesse essere considerato sufficientemente adatto alla diversa natura dei business della società oggetto di indagine. Gli unici due valori che non rientrano entro questo range sono il rapporto tra il debito (inteso come debito finanziario netto) e il patrimonio netto e l'indice di liquidità poiché non essendo gli stessi espressi in valori percentuali si sono dovuti "adattare" fermo restando che gli obiettivi valevoli per gli altri indici sono rimasti invariati. Inoltre, va precisato che il punteggio maggiore (2 punti) viene attribuito a quei risultati che si collocano all'interno del range di tolleranza. Questo è stato fatto perché, nonostante sia da considerare positivo il fatto che i risultati abbiano disatteso in senso positivo le aspettative, l'obiettivo delle seguenti analisi è quello di mettere in luce la precisione delle previsioni riscontrabile negli scostamenti minimi e non già quello di analizzare le performance delle società oggetto di analisi.

Alfa s.r.l.

		Alfa				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo (C)	Piano (P)	Scostamento (C-P)	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	11.976.000	13.297.112	13.294.000	3.112	0,02%
	EBITDA/Ricavi	15,81%	19,00%	19,48%	-0,48%	
	EBIT/Ricavi	2,81%	6,00%	5,48%	0,52%	
solidità	Equity	573.769	831.000	831.000	0	0,00%
	Debt (PFN)	2.672.357	7.523.111	7.999.000	-475.889	-5,95%
	D/(E+D)	82,32%	90,05%	90,59%	-0,54%	
	E/(E+D)	17,68%	9,95%	9,41%	0,54%	
	D/E	4,66	9,05	9,63	-0,57	
redditività	ROI	4,18%	5,01%	8,25%	-3,24%	
	ROE	-6,66%	33,00%	39,35%	-6,35%	
liquidità	Indice di liquidità	0,67	1,07	1,10	-0,03	
	Oneri finanziari/EBITDA	7,09%	19,00%	18,21%	0,79%	

Tabella 46: Scostamenti Alfa (anno n+1)

Come la tabella mette in evidenza le differenze tra il piano e i dati di bilancio sono molto minime. Anzitutto, si deve confermare che la crescita prevista per i ricavi è tendenzialmente in linea con quanto il redattore aveva ipotizzato e lo stesso si può constatare con particolare riferimento ai margini i quali dimostrano come l'investimento stia effettivamente generando quanto ipotizzato. Con riguardo alla solidità la società sembra assestarsi ad un livello di debito molto alto rispetto al capitale proprio dal momento che lo stesso (a causa del nuovo investimento) è aumentato di 8 punti percentuali; ovviamente, per avere un giudizio completo sarebbe necessario confrontare la struttura finanziaria della società in questione con la struttura media del settore di appartenenza. Per quanto riguarda gli indici di redditività, le differenze tra il piano e i risultati conseguiti superano, in senso negativo, la soglia di tolleranza. Infatti, la redditività del capitale investito, seppur migliorata rispetto alla situazione di partenza, è ancora lontana da quanto previsto in sede di pianificazione. Anche lo scostamento tra il ROE ipotizzato e quanto registrato non si può definire del tutto positivo essendo inferiore di ben 6 punti percentuali rispetto alla previsione; tuttavia, considerando che lo stesso si assesta al valore del 33% non sembra potersi comunque definire una situazione preoccupante. Dal punto di vista della liquidità questa sembra essere significativamente migliorata rispetto alla situazione di partenza anche se vi è una leggera differenza tra quanto preventivato e quanto effettivamente conseguito ma comunque si può parlare di una situazione di soddisfacente tranquillità finanziaria.

		Beta				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	1.655.810	1.688.577	1.447.333	241.244	16,67%
	EBITDA/Ricavi	3,47%	6,92%	11,22%	-4,30%	
	EBIT/Ricavi	1,49%	1,99%	5,82%	-3,82%	
solidità	Equity	30.400	40.060	34.860	5.200	14,92%
	Debt (PFN)	96.522	385.210	332.493	52.717	15,86%
	D/(E+D)	76,05%	90,58%	90,51%	0,07%	
	E/(E+D)	23,95%	9,42%	9,49%	-0,07%	
	D/E	3,18	9,62	9,54	0,08	
redditività	ROI	19,49%	7,65%	22,92%	-15,27%	
	ROE	3,80%	17,14%	75,14%	-58,00%	
liquidità	Indice di liquidità	1,23	1,07	1,61	-0,54	
	Oneri finanziari/EBITDA	4,85%	11,49%	9,25%	2,24%	

Tabella 47: Scostamenti Beta (anno n+2)

Per quanto riguarda Beta i risultati ottenuti non possono definirsi del tutto in linea con quanto previsto dal piano, tuttavia questi disallineamenti non sono sempre negativi. Infatti, la voce dei ricavi segna un valore superiore rispetto a quanto si era previsto in sede di redazione del piano, anche se come ben si può constatare i margini sono diminuiti del 4% a dimostrazione di una crescita più che proporzionale dei costi. Per quanto riguarda gli indici di solidità essi sono tendenzialmente in linea con le previsioni dal momento che nonostante la posizione finanziaria netta sia aumentata lo stesso si registra in relazione al capitale proprio lasciando pressoché invariato il rapporto tra le fonti di finanziamento. Decisamente negativi, invece, sono i giudizi a riguardo della redditività; infatti, il piano aveva previsto una redditività del capitale investito attorno al 20% e del 75% per quanto riguarda il capitale proprio (dovuta principalmente ad un livello di patrimonializzazione molto basso in riferimento al risultato medio d'esercizio) che non è stata confermata dai risultati effettivi conseguiti dalla società, probabilmente ciò è stato dovuto da voci di costo che non si sono riuscite ad efficientare come il piano aveva previsto (es. costo del personale). Per quanto riguarda gli indici di liquidità gli stessi possono definirsi tendenzialmente in linea tra consuntivo e prospettico.

Delta s.r.l.

		Delta				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	6.180.846	6.959.191	7.084.000	-124.809	-1,76%
	EBITDA/Ricavi	7,50%	6,12%	6,95%	-0,83%	
	EBIT/Ricavi	3,08%	2,19%	3,67%	-1,48%	
solidità	Equity	308.966	352.053	413.000	-60.947	-14,76%
	Debt (PFN)	2.195.000	2.201.698	2.397.000	-195.302	-8,15%
	D/(E+D)	87,66%	86,21%	85,30%	0,91%	
	E/(E+D)	12,34%	13,79%	14,70%	-0,91%	
	D/E	7,10	6,25	5,80	0,45	
redditività	ROI	7,60%	5,40%	9,25%	-3,85%	
	ROE	28,91%	12,24%	25,18%	-12,94%	
liquidità	Indice di liquidità	1,51	1,28	1,47	-0,19	
	Oneri finanziari/EBITDA	22,38%	25,86%	29,42%	-3,56%	

Tabella 48:Scostamenti Delta (anno n+1)

		Delta1				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	900.000	960.000	960.000	0	0,00%
	EBITDA/Ricavi	81,67%	73,88%	65,83%	8,04%	
	EBIT/Ricavi	13,22%	9,74%	11,88%	-2,14%	
solidità	Equity	2.015.443	2.027.596	2.045.000	-17.404	-0,85%
	Debt (PFN)	5.189.000	4.232.210	4.378.000	-145.790	-3,33%
	D/(E+D)	72,02%	67,61%	68,16%	-0,55%	
	E/(E+D)	27,98%	32,39%	31,84%	0,55%	
	D/E	2,57	2,09	2,14	-0,05	
redditività	ROI	1,65%	1,49%	1,77%	-0,28%	
	ROE	1,24%	0,60%	1,42%	-0,82%	
liquidità	Indice di liquidità	0,08	0,06	0,09	-0,03	
	Oneri finanziari/EBITDA	7,07%	7,07%	14,59%	-7,52%	

Tabella 49:Scostamenti Delta1 (anno n+1)

In riferimento a Delta (società operativa) e Delta1 (società immobiliare su cui ricade l'onere del finanziamento a sostegno del progetto d'investimento) i risultati dalle analisi degli scostamenti sono più che positivi. Infatti, in ambo i casi, per quanto riguarda gli indici di sviluppo, gli scostamenti sono da considerare più che tollerabili (in Delta1 vi è una coincidenza totale derivante dal fatto che i ricavi sono costituiti dagli affitti che Delta corrisponde alla stessa e quindi facilmente prevedibili), nonostante, per quanto riguarda Delta, si noti una leggera differenza negativa tra i ricavi conseguiti e quelli previsti che comunque non ha comportato effetti significativi sulla marginalità. Anche gli indici di solidità e redditività sono da considerare perfettamente in linea con le previsioni, eccezion fatta per il ROE di Delta che segna uno scostamento elevato anche se non dovrebbe destare motivo di particolari preoccupazioni visto che comunque si assesta al valore del 12%. Particolare attenzione va posta all'area della liquidità di Delta1, infatti, con riferimento al relativo indice, la variazione è più che tollerabile; con riferimento, invece, al rapporto tra oneri finanziari ed EBITDA si tratta di uno scostamento più che positivo dal momento che l'ammontare di risorse assorbito dalla

gestione finanziaria (particolarmente importante per Delta1 che ha l'onere di onorare il debito) è migliorato di molto, a dimostrazione, con buona probabilità, dell'elevato livello di prudenza adoperato dal redattore del piano per accedere al credito necessario per l'investimento.

Sigma s.r.l.

		Sigma				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	18.195.920	14.886.666	16.442.043	-1.555.377	-9,46%
	EBITDA/Ricavi	-25,51%	12,73%	29,13%	-16,40%	
	EBIT/Ricavi	-51,16%	2,26%	21,06%	-18,80%	
solidità	Equity	-13.374.545	582.184	3.811.532	-3.229.348	-84,73%
	Debt (PFN)	9.121.289	151.008	112.348	38.660	34,41%
	D/(E+D)	-214,45%	20,60%	2,86%	17,73%	
	E/(E+D)	314,45%	79,40%	97,14%	-17,73%	
	D/E	-0,68	0,26	0,03	0,23	
redditività	ROI	n.s.	40,54%	83,27%	-42,74%	
	ROE	n.s.	7,13%	47,43%	-40,30%	
liquidità	Indice di liquidità	0,25	0,74	0,56	0,18	
	Oneri finanziari/EBITDA	n.s.	4,32%	6,57%	-2,25%	

Tabella 50: Scostamenti Sigma (anno n+3)

Le analisi condotte sui dati di Sigma non possono definirsi positive; infatti, partendo dagli indici di sviluppo si può notare con estrema facilità che i dati conseguiti non sono allineati con le previsioni giacché si nota uno scostamento di circa 1,5 milioni di euro tra il piano e il consuntivo e la situazione è tendenzialmente la stessa con riferimento ai margini, segno di una leggera difficoltà incontrata nella fase attuativa della strategia di risanamento. Tuttavia, il principale impatto della stessa si nota con riferimento alla struttura finanziaria della società poiché nonostante gli scostamenti siano anche in questo caso elevati, si nota comunque un evidente miglioramento dalla situazione di partenza che segnava un'integrale dispersione del patrimonio netto nonché una posizione finanziaria netta molto elevata; dopo tre annualità di piano, infatti, il patrimonio netto è stato integralmente ricostituito e la posizione finanziaria netta è stata ridotta di oltre il 90%. Lo stesso si può dire con riferimento agli indici di redditività poiché nonostante la lontananza dai valori ipotizzati se considerati in un'ottica generale e tenendo conto della tragica condizione di partenza questi sono più che migliorati, tuttavia dovendo valutare la coerenza tra quanto ipotizzato e quanto conseguito (e non le generali performance della società) non si può che concludere con una votazione negativa. Gli unici indici che si collocano all'interno del range di tolleranza sono quelli riferiti alla liquidità i quali confermano, ancora una volta, una generale bontà delle strategie di risanamento poste in essere da parte del management anche se i risultati conseguiti non sono allineati con quanto il piano aveva prospettato.

		Gamma				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	12.701.197	13.830.752	11.520.268	2.310.484	20,06%
	EBITDA/Ricavi	-3,57%	11,09%	12,76%	-1,66%	
	EBIT/Ricavi	-6,55%	9,53%	11,81%	-2,29%	
solidità	Equity	-2.435.268	2.129.278	2.824.933	-695.655	-24,63%
	Debt (PFN)	7.193.490	-410.496	863.341	-1.273.837	-147,55%
	D/(E+D)	151,18%	-23,88%	23,41%	-47,29%	
	E/(E+D)	-51,18%	123,88%	76,59%	47,29%	
	D/E	-2,95	-0,19	0,31	-0,50	
redditività	ROI	-11,69%	27,27%	34,30%	-7,03%	
	ROE	n.s.	43,40%	43,55%	-0,15%	
liquidità	Indice di liquidità	0,37	1,10	1,05	0,05	
	Oneri finanziari/EBITDA	-121,22%	0,14%	6,57%	-6,42%	

Tabella 51: Scostamenti Gamma (anno n+2)

Con riferimento a Gamma i risultati possono definirsi soddisfacenti. Infatti, per quanto riguarda i ricavi, si evidenzia come gli stessi siano cresciuti più di quanto previsto dal piano mentre i minori margini realizzati si collocano entro il livello di tolleranza. Interessanti sono i risultati conseguiti dagli indici di solidità poiché raccontano di un elevato livello di prudenza adoperato dal redattore del piano riscontrabile nella differenza esistente tra la posizione finanziaria netta prevista dopo due anni di piano e quella effettivamente esistente, trattandosi di una differenza negativa, infatti, vi si legge che non solo il piano è riuscito nell'intento di ridurre i debiti finanziari i quali, come si ricorderà dal paragrafo dedicato all'esposizione delle cause della crisi, rappresentavano il 65% dell'esposizione complessiva della società ma ha anche generato una liquidità tale da rendere negativa⁶⁸ la posizione finanziaria netta. Per quanto riguarda gli indici di redditività e liquidità va segnalato che l'unico scostamento rilevante è riferito al ROI, tuttavia come già si era visto per altre società, esso non deve destare particolare preoccupazione poiché visto il valore conseguito, si può certo concludere che la strategia di risanamento, basata sulla rifocalizzazione del business, sta ottenendo ottimi risultati.

⁶⁸ Si ricorda che la posizione finanziaria netta è negativa quando le attività finanziarie sono maggiori delle passività finanziarie.

Epsilon s.r.l.

		Epsilon				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	11.756.000	10.253.110	9.538.000	715.110	7,50%
	EBITDA/Ricavi	-11,57%	14,96%	10,73%	4,24%	
	EBIT/Ricavi	-16,41%	10,65%	6,76%	3,89%	
solidità	Equity	-684.000	1.234.000	1.264.000	-30.000	-2,37%
	Debt (PFN)	5.831.000	4.372.150	4.374.000	-1.850	-0,04%
	D/(E+D)	113,29%	77,99%	77,58%	0,41%	
	E/(E+D)	-13,29%	22,01%	22,42%	-0,41%	
	D/E	-8,52	3,54	3,46	0,08	
redditività	ROI	-37,48%	10,00%	11,44%	-1,44%	
	ROE	n.s.	37,00%	36,79%	0,21%	
liquidità	Indice di liquidità	1,07	3,11	3,13	-0,02	
	Oneri finanziari/EBITDA	-23,68%	0,00%	0,00%	0,00%	

Tabella 52: Scostamenti Epsilon (anno n+1)

Per quanto riguarda Epsilon, si può facilmente notare che i risultati conseguiti, in riferimento agli indici di solidità, redditività e liquidità sono quasi perfettamente allineati con quanto il redattore aveva ipotizzato in sede di composizione del piano di risanamento.

Gli scostamenti più significativi si evidenziano negli indici di sviluppo; infatti, coerentemente con la presentazione degli impatti generati dalla strategia di risanamento si assiste ad una riduzione dei ricavi (il cui motivo è da ricercarsi nell'accurata revisione degli stessi che ha comportato l'eliminazione di lavorazioni lente e complesse che da una parte aumentavano i ricavi in valore assoluto ma dall'altra erodevano la capacità di far fronte ai costi di produzione) cui consegue, però, un significativo incremento della marginalità. I risultati conseguiti non solo mettono in luce la bontà della strategia posta in atto ma evidenziano anche una certa prudenza che è stata adottata in sede di predisposizione del piano.

Zeta s.r.l.

		Zeta				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	1.074.368	1.134.928	1.195.487	-60.560	-5,07%
	EBITDA/Ricavi	42,00%	85,70%	89,85%	-4,16%	
	EBIT/Ricavi	-5,68%	42,27%	46,59%	-4,32%	
solidità	Equity	3.461.076	5.108.326	5.109.404	-1.078	-0,02%
	Debt (PFN)	6.437.000	5.984.063	5.531.126	452.937	8,19%
	D/(E+D)	65,03%	53,95%	51,98%	1,97%	
	E/(E+D)	34,97%	46,05%	48,02%	-1,97%	
	D/E	1,86	1,17	1,08	0,09	
redditività	ROI	-0,50%	2,10%	5,23%	-3,13%	
	ROE	-8,60%	1,50%	4,94%	-3,44%	
liquidità	Indice di liquidità	0,43	1,72	1,83	-0,11	
	Oneri finanziari/EBITDA	50,00%	19,60%	18,04%	1,56%	

Tabella 53: Scostamenti Zeta (anno n+1)

I risultati dell'analisi degli scostamenti di Zeta non possono definirsi positivi. Infatti, si nota come tanto i ricavi quanto i margini siano stati sovrastimati assestandosi complessivamente al

di fuori della soglia di tolleranza, anche se di poco. Analoga conclusione si può fare in riferimento agli indici di redditività, dal momento che sia il ROI che il ROE sono più bassi di 3 punti percentuali rispetto alle previsioni. Trattandosi di un piano di risanamento si può notare una maggiore precisione con riferimento sia agli indici di solidità sia con riferimento agli indici di liquidità. Infatti, in entrambe le aree, le differenze tra prospettico e consuntivo sono minime nonostante la posizione finanziaria netta sia leggermente più ampia di quanto avrebbe dovuto esserlo, tuttavia si può concludere che i valori sono tendenzialmente allineati.

Eta s.r.l.

		Eta				
		Anno di partenza (n)	Consuntivo	Piano	Scostamento	(C-P)/P
sviluppo	Ricavi	46.827.320	41.404.915	45.568.504	-4.163.589	-9,14%
	EBITDA/Ricavi	9,95%	9,86%	14,07%	-4,20%	
	EBIT/Ricavi	3,88%	4,23%	9,27%	-5,05%	
solidità	Equity	5.482.000	8.819.634	8.164.574	655.060	8,02%
	Debt (PFN)	14.782.000	8.427.248	12.102.620	-3.675.372	-30,37%
	D/(E+D)	72,95%	48,86%	59,72%	-10,85%	
	E/(E+D)	27,05%	51,14%	40,28%	10,85%	
	D/E	2,70	0,96	1,48	-0,53	
redditività	ROI	6,61%	9,68%	16,98%	-7,30%	
	ROE	-73,35%	4,02%	21,20%	-17,18%	
liquidità	Indice di liquidità	0,68	0,81	0,74	0,07	
	Oneri finanziari/EBITDA	21,00%	14,37%	16,69%	-2,32%	

Tabella 54: Scostamenti Eta (anno n+2)

In riferimento ad Eta la situazione non è molto lontana da quanto visto con Zeta. Infatti, anche in questo caso gli indici che hanno conseguito i risultati più soddisfacenti fanno riferimento alla solidità finanziaria e alla liquidità, misurata come rapporto tra le attività (ivi comprese anche le disponibilità liquide) e le passività a breve termine. Non solo la posizione finanziaria netta si è decisamente ridotta rispetto alla situazione di partenza ma tale riduzione è stata maggiore (-30%) di quanto anche lo stesso piano aveva ipotizzato, portando il rapporto tra le fonti di finanziamento (D/E) a valori prossimi all'1, implicando una parità tra l'ammontare del patrimonio netto e l'ammontare dei debiti finanziari. Le stesse considerazioni non valgono considerando gli indici di redditività e di sviluppo. Infatti, tanto i ricavi quanto i margini sono molto lontani dalle previsioni segnando uno scostamento negativo del 9% per i ricavi e rispettivamente del 4,20% per il rapporto EBITDA/Ricavi e del 5,05% per il rapporto EBIT/Ricavi. Come si ricorderà dalla presentazione delle cause della crisi uno dei principali problemi della società era l'elevata incidenza dei costi di produzione, problema che la strategia di risanamento non pare avere del tutto risolto dal momento che le differenze tra i margini dell'anno di partenza e gli stessi dopo due annualità di piano sono minime. Analogo discorso vale per il ROE e per il ROI, entrambi, infatti, sono molto lontani dalle previsioni fatte in sede di redazione del piano.

4.1 Considerazioni conclusive

<i>Analisi degli Scostamenti</i>												
	Alfa	Beta	Delta	Delta1	Sigma	Gamma	Epsilon	Zeta	Eta	Totale	massimo punteggio conseguibile (indici)	% sul totale
<i>Ricavi</i>	2	1	2	2	0	1	1	0	0	9	18	50%
<i>EBITDA/Ricavi</i>	2	0	2	1	0	2	1	0	0	8	18	44%
<i>EBIT/Ricavi</i>	2	0	2	2	0	2	1	0	0	9	18	50%
<i>D/E</i>	2	2	2	2	2	2	2	2	2	18	18	100%
<i>ROI</i>	0	0	0	2	0	0	2	0	0	4	18	22%
<i>ROE</i>	0	0	0	2	0	2	2	0	0	6	18	33%
<i>Indice di liquidità</i>	2	0	0	2	0	2	2	2	2	12	18	67%
<i>OF/EBITDA</i>	2	2	1	1	2	1	2	2	2	15	18	83%
Totale	12	5	9	14	4	12	13	6	6			
<i>massimo punteggio conseguibile (società)</i>	16	16	16	16	16	16	16	16	16			
<i>% sul totale</i>	75%	31%	56%	88%	25%	75%	81%	38%	38%			

Legenda:

2= tolleranza

1= scostamento elevato positivamente

0= scostamento elevato negativamente

Tabella 55: Analisi degli scostamenti, risultati ottenuti

A livello generale dai risultati emerge come il piano che maggiormente si sia distinto, escludendo Delta1, il cui risultato va comparato con quello di Delta prendendo la media tra i due, è quello di Epsilon che ha totalizzato 13 punti su un totale di 16. Tuttavia, ulteriori analisi saranno oggetto della parte conclusiva che andrà a confrontare questi esiti con i punti che gli stessi hanno totalizzato nella prima e nella seconda parte al fine di evincersi l'esistenza di correlazioni tra la qualità delle previsioni e l'aderenza al modello indicato dal presente elaborato. In questa sede giova, invece, sottolineare come gli indici che hanno conseguito i risultati migliori siano quelli legati alla struttura finanziaria e alla liquidità (l'indice $\frac{D}{E}$ ha conseguito il massimo punteggio, l'indice di liquidità ha ottenuto 12 punti su 18 conseguibili e l'indice $\frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{EBITDA}}$ ha conseguito 15 punti su 18). Infatti, da una parte i piani d'investimento, come ben si ricorderà, sono quasi totalmente finanziati con il ricorso al capitale di terzi e dall'altra parte i piani di risanamento hanno l'obiettivo di ridurre l'esposizione debitoria con la logica conseguenza che le previsioni collegate al debito sono molto più precise e accurate poiché da loro passa non solo la possibilità di ottenere i finanziamenti sperati per gli investimenti ma anche, nei casi di risanamento, il consenso dei creditori della società.

Ulteriori considerazioni possono essere fatte analizzando i risultati ottenuti dalle diverse aree oggetto d'indagine:

% Piani - risultati conseguiti per area						
	Piani di Investimento			Piani di Risanamento		
	Scostamenti elevati	Tolleranza	Scostamenti elevati	Scostamenti elevati	Tolleranza	Scostamenti elevati
Ricavi	0%	75%	25%	60%	0%	40%
EBITDA/Ricavi	25%	50%	25%	60%	20%	20%
EBIT/Ricavi	25%	75%	0%	60%	20%	20%
D/E	0%	100%	0%	0%	100%	0%
ROI	75%	25%	0%	80%	20%	0%
ROE	75%	25%	0%	60%	40%	0%
Indice di liquidità	50%	50%	0%	20%	80%	0%
OF/EBITDA	0%	50%	50%	0%	80%	20%

Tabella 56: Risultati conseguiti per area

A livello generale quanto contenuto nella tabella mette in luce una profonda diversità per quanto riguarda i risultati conseguiti. Infatti, in riferimento al livello di tolleranza degli scostamenti (e quindi del massimo punteggio conseguito) si può notare come le due tipologie di piano si differenziano in modo evidente circa le aree dove i redattori hanno posto il maggior livello di attenzione. Si nota, invero, che i piani di investimento conseguono i migliori risultati nell'area dedicata allo sviluppo dimostrata dal fatto che la percentuale di "tolleranze" è significativamente più ampia mentre per i piani di risanamento queste sono conseguite nell'area dedicata alla solidità e alla liquidità; ciò conferma, per la verità, i diversi obiettivi che naturalmente i due piani hanno: da una parte si deve evincere la capacità dell'investimento di garantire livelli di marginalità maggiori unitamente al fatto di creare nuova ricchezza, dall'altro lato, invece, si deve dimostrare non solo il raggiungimento di un equilibrio economico, finanziario e patrimoniale ma anche che in virtù dello stesso la società sarà in grado di onorare le proprie posizioni debitorie aperte.

Infine, merita un'ulteriore precisazione la percentuale di scostamenti elevati positivamente in riferimento alla voce relativa ai ricavi:

% Piani che registrano uno scostamento elevato positivamente - Ricavi		
	Piani di Investimento	Piani di Risanamento
Ricavi	25%	40%

Tabella 57: Scostamenti elevati positivamente-Ricavi

La tabella presenta, infatti, la percentuale di piani rispetto al totale di classe (investimento o risanamento) che hanno registrato uno scostamento elevato positivamente con particolare riferimento ai ricavi. Nonostante il campione sia molto limitato quello che emerge dalla tabella è che i piani di risanamento abbiano nel 40% dei casi sottostimato l'andamento dei ricavi, poiché, vale la pena ricordarlo, una sottostima degli stessi produce inevitabilmente, *ceteris*

paribus, uno scostamento positivo. Inoltre, una sottostima degli andamenti è spesso indice di un elevato livello di prudenza adottato in sede di redazione. Poste queste considerazioni, pertanto, non deve stupire che, soprattutto con riferimento ai ricavi, si legga una percentuale maggiore per i piani di risanamento rispetto a quelli di investimento. Come nella situazione precedente, il piano di risanamento è redatto in condizioni di crisi e il suo obiettivo, oltre al già menzionato raggiungimento di un equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, è anche quello di presentare la bontà della strategia di risanamento al fine di convincere i creditori della società a partecipare allo sforzo che la stessa richiede loro, per tutto ciò il redattore investito di questa responsabilità tende a sottostimare la grandezza di determinate voci (come per l'appunto i ricavi) prevedendo una crescita delle stesse prossima allo zero per meglio dimostrare che anche in condizioni di particolare “*stress*” la società è ben capace di onorare i suoi debiti.

Conclusioni

Si presentano i risultati complessivi, comprensivi di quanto emerso in sede di analisi degli scostamenti:

	<i>Piani di Investimento</i>				<i>Piani di Risanamento</i>					
	Alfa s.r.l.	Beta s.r.l.	Delta s.r.l.	<i>Massimo punteggio ottenibile</i>	Sigma s.r.l.	Gamma s.r.l.	Epsilon s.r.l.	Zeta s.r.l.	Eta s.r.l.	<i>Massimo punteggio ottenibile</i>
Aspetti Comuni										
Executive Summary	0	0	0	1	0	0	0	0,33	0	1
Descrizione della strategia realizzata:	4,16	4,86	5,64	8	0,33	5,70	6,54	4,58	6,33	8
Risultati Ottenuti	0,75	0	3	3	0	3	3	3	1,50	3
Aspetti Specifici										
Intenzioni Strategiche / Diagnosi della Crisi	3,50	3,50	2,50	5	1	3	3	3	3	4
Action Plan / Strategia di Risanamento	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Dati Prospettici	0,50	1,50	0,50	3,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	3,50
Totale	16,91	17,86	19,64	28,50	11,83	22,2	23,04	21,41	21,33	27,5
% Completezza	59%	63%	69%		43%	81%	84%	78%	78%	
Analisi degli Scostamenti	12	5	11,5	16	4	12	13	6	6	16
%sul massimo punteggio conseguibile	75%	31%	72%		25%	75%	81%	38%	38%	

Tabella 58: Risultati Complessivi

La tabella e di conseguenza le informazioni in essa contenute meritano alcune considerazioni. La prima è in riferimento alla diversità di risultati rispetto al massimo punteggio ottenibile tra la sezione dedicata agli aspetti comuni e quella relativa agli aspetti specifici. Infatti emerge come i risultati generalmente più soddisfacenti siano stati conseguiti dagli elementi che costituiscono gli aspetti specifici. Ciò non deve stupire dal momento che, come si ha avuto modo di spiegare nei capitoli precedenti, tale parte di piano ingloba le informazioni su cui ricade gran parte dell'attenzione del destinatario del piano, sia esso soggetto finanziatore, sia esso creditore della società. Gli scarsi risultati ottenuti dalla prima sezione sono pertanto una diretta conseguenza di questa prassi operativa adottata dai redattori, i quali sovente si preoccupano di esplicitare dettagliatamente gli elementi specifici tralasciando utili informazioni contenute nella prima parte come, ad esempio, la descrizione del mercato di riferimento o dei principali processi e attività svolte all'interno dell'impresa. Bisogna però fare attenzione perché ciò non significa che la prima parte sia sistematicamente assente ma bensì che l'attenzione viene posta solo su determinate voci. È il caso della presentazione delle performance storiche (Risultati Ottenuti) che come si può notare è la voce in grado di raggiungere con più frequenza il massimo punteggio ottenibile. Ad eccezione di Beta e Sigma infatti, tutti i casi oggetto di analisi hanno presentato, seppure alcune in modo incompleto, i risultati conseguiti a dimostrazione della fondamentale importanza che queste informazioni hanno ai fini della generale comprensione del piano. Malgrado i risultati meno soddisfacenti, si può notare come anche la descrizione della

strategia messa in atto, orientata a fornire le condizioni di contesto necessarie alla piena comprensione dei risultati ottenuti, è stata presentata con assoluta frequenza. D'altronde, recuperando e parafrasando la frase di Seneca di cui ci si è serviti come incipit del presente elaborato, se non si sa da dove si viene non si sa dove si andrà.

La seconda considerazione attiene all'aderenza dei piani oggetto di analisi al modello creato evidenziando una significativa differenza tra i piani di risanamento e quelli di investimento. Infatti, già in seno al secondo capitolo e quindi con riferimento ai soli aspetti comuni, si era riscontrata tale differenza, peraltro testata mediante l'uso di opportuni test statistici (necessari visto il campione ridotto), che ora viene confermata anche a livello complessivo poiché l'aderenza media al modello è del 73% per i piani di risanamento contro il 64% dei piani d'investimento. Questa differenza, come più volte si ha avuto l'occasione di sottolineare, deriva dal fatto che, spesso, i piani di risanamento sono inseriti all'interno di una procedura giudiziale di composizione della crisi la quale obbligatoriamente richiede che il piano contenga e fornisca determinate informazioni necessarie tanto al giudice per concedere (nei casi dove essa sia prevista) l'omologa, tanto ai creditori chiamati ad accettare la proposta contenuta nel piano. I piani d'investimento, invece, sono tendenzialmente destinati alla proprietà e perciò molte informazioni vengono omesse oppure, come nei casi analizzati⁶⁹, vengono prodotte le sole informazioni richieste dagli istituti di credito, al fine di permettere a quest'ultimi di indagare la bancabilità del progetto d'investimento.

Una terza considerazione si rifa' ai risultati prodotti dall'analisi degli scostamenti che sembra confermare il modello presentato dal seguente elaborato, poiché, sebbene si siano potuti analizzare un numero contenuto di piani, pare esistere una certa correlazione tra il livello di aderenza al modello (% di completezza) e il punteggio ottenuto dalle analisi in questione. Il massimo, rappresentato dalla percentuale di aderenza del piano di Epsilon e il minimo, rappresentato dal piano di Sigma coincidono perfettamente con i rispettivi massimi e minimi provenienti dagli scostamenti. Diverse invece sono le conclusioni cui si giunge considerando i restanti piani che sembrano confermare l'esistenza anche in tale sede di uno spaccato tra i piani di risanamento e quelli di investimento. Per esempio, se si considerano Alfa e Gamma, che hanno ottenuto i medesimi risultati in sede di analisi degli scostamenti, si può notare che esse non condividono lo stesso risultato per quanto riguarda l'aderenza al modello essendo il primo significativamente minore del secondo. Alla stessa conclusione si giunge qualora si proceda a ordinare i piani secondo il punteggio ottenuto:

⁶⁹ Si ricorda, infatti, che gli investimenti proposti all'interno dei relativi piani sono stati quasi completamente finanziati con il ricorso al capitale di debito.

<i>Piani d'Investimento</i>			<i>Piani di Risanamento</i>		
	Aderenza al modello	Analisi degli scostamenti		Aderenza al modello	Analisi degli scostamenti
1	Delta s.r.l. (69%)	Alfa s.r.l. (75%)	1	Epsilon s.r.l. (84%)	Epsilon s.r.l. (81%)
2	Beta s.r.l. (63%)	Delta s.r.l. (72%)	2	Gamma s.r.l. (81%)	Gamma s.r.l. (75%)
3	Alfa s.r.l. (59%)	Beta s.r.l. (31%)	3	Zeta s.r.l. (78%)	Zeta s.r.l. (38%)
			4	Eta s.r.l. (78%)	Eta s.r.l. (38%)
			5	Sigma s.r.l. (43%)	Sigma s.r.l. (25%)

Tabella 59: Risultati Complessivi ordinati secondo il punteggio conseguito

Si può infatti facilmente notare un'evidente correlazione per quanto riguarda i piani di risanamento, viceversa, per i piani di investimento, non si può scrivere altrettanto. Tale situazione non dovrebbe dipendere dal modello di valutazione creato per analizzare gli scostamenti essendo lo stesso per entrambe le tipologie di piano ma, piuttosto, pare dipendere dal riferimento preso per la costruzione del modello, vale a dire le linee guida stilate da Borsa Italiana. Tale documento, infatti, fa riferimento alle società che si apprestano ad ottenere i requisiti per la quotazione e come si ha avuto modo di constatare, lo scrivente ha spesso dovuto adottare taluni accorgimenti al fine di valorizzare opportunamente quanto contenuto nei piani. Non si deve dimenticare che i casi oggetti di analisi fanno riferimento a realtà piccole o medie tipiche del nord-est italiano il cui fatturato si aggira attorno ai 15mln di euro, società che non hanno di certo la volontà di affacciarsi ai mercati finanziari.

Come si scriveva, in fase di stesura ci si è spesso trovati dinnanzi a difficoltà legate all'applicazione di taluni strumenti previsti da Borsa Italiana come, per esempio, il confronto con i competitor. Indagando i motivi per cui le società oggetto di analisi non abbiano previsto all'interno del piano (come si ha avuto modo di vedere nel capitolo secondo) un puntuale confronto con i competitor ci si è spesso trovati di fronte ad una ricorrente motivazione: essi non esistono, oppure il loro business è talmente diversificato che un ipotetico confronto non reggerebbe. Il contesto del nord-est è infatti caratterizzato dai c.d. distretti produttivi e ciò comporta l'esistenza di tante piccole imprese che autonomamente realizzano ciascuna una parte di un prodotto finale unico, il tutto all'interno di un contesto competitivo dove i livelli di concorrenza sono significativamente bassi. A onor del vero, la stessa difficoltà di applicazione di taluni strumenti, seppur in misura ridotta, si è riscontrata anche nei piani di risanamento, infatti, i principi suggeriti dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili fanno spesso riferimento a indici, come per esempio, lo Z-score di Altman, la cui applicazione nell'ambito di un procedimento di diagnosi della crisi di una PMI può portare a risultati fuorvianti. Queste puntualizzazioni, in riferimento ai documenti adottati per la costruzione del modello, mettono in luce una vera e propria spaccatura tra gli indirizzi teorici e la prassi operativa, non solo con riferimento agli strumenti suggeriti e quelli effettivamente

utilizzati dai redattori ma anche, scendendo più in profondità, con gli stessi contenuti che devono albergare all'interno dei piani. Infatti, è sufficiente ricordare, in sede di analisi dei piani di risanamento, l'enorme differenza esistente qualora, dagli elementi indicati dai Principi per la redazione dei Piani di Risanamento, si andassero a considerare solo quelli peculiari per ottenere, all'interno di una procedura giudiziale di composizione della crisi, l'omologa da parte del tribunale. Questo spaccato pare trovare conferma dal fatto che, nonostante in taluni casi vi sia una percentuale bassa se non bassissima di adesione al modello, tutti i piani considerati si stanno dimostrando capaci di creare il valore ipotizzato nel caso dei piani di investimento e la riduzione dei debiti scaduti o scadenti nel caso dei piani di risanamento⁷⁰.

È doveroso sottolineare come tale spaccatura sia in modo minore riscontrabile nei piani di risanamento poiché si è potuto usufruire di un riferimento documentale molto più aderente alla situazione analizzata, viceversa per i piani di investimento stante una generale mancanza di documenti specifici si è dovuti ricorrere ad un documento di indiscusso valore scientifico ma riferito ad una precisa condizione: la quotazione in borsa.

Va altrettanto precisato che aspettarsi un'aderenza totale tra modello e prassi è certamente utopico poiché delle leggere divergenze sono oltretutto naturali anche utili. Infatti, si può ben comprendere che a seconda della soggettività tanto dei redattori quanto, soprattutto, dei destinatari è chiaro che le informazioni prodotte tenderanno ad essere più o meno sviluppate. Nel caso di un investimento il cui finanziamento è apportato dai soci, ad esempio, è logico attendersi una quasi mancanza di descrizioni in riferimento alle attività o al prodotto dell'impresa, necessarie, secondo le linee guida, tanto nei piani di risanamento quanto in quelli di investimento. Produrre in simili contesti tali informazioni, infatti, potrebbe essere del tutto superfluo oltre che uno spreco di risorse che si potrebbero far confluire in altre sezioni del piano. Senza correre il rischio di smentire quanto scritto nei capitoli che compongono il seguente elaborato, va da un lato rimarcato il fatto che taluni contenuti dei piani sono imprescindibili al fine della generale comprensibilità degli stessi (per esempio il confronto con i dati storici) e dall'altro va sottolineata l'esigenza di costruire un modello tanto per i piani di risanamento quanto per i piani di investimento, capace di essere utilizzato anche da quelle piccole e medie imprese che caratterizzano il nostro tessuto economico.

In conclusione, il presente elaborato ha certamente contribuito a mettere in luce l'esistenza di un collegamento tra un determinato tipo di forma del piano e la sua capacità di raccontare e realizzare una storia di valore ma dall'altro ha certamente suscitato non pochi dubbi, primo fra tutti la mancanza di un modello-tipo da applicare alle realtà piccolo/medie che non hanno la

⁷⁰ Lo scrivente, infatti, ha preso contatto con i redattori dei piani

prerogativa di raggiungere i mercati finanziari. Tale compito, per esempio, potrebbe essere affidato ad eventuali associazioni di categoria che meglio di chiunque altro conoscono l'ambiente in cui quotidianamente si trova ad operare l'impresa. Attraverso la creazione di un modello standard ma comunque adattabile alle diverse situazioni particolari, si può da una parte favorire l'uso nelle piccole e medie realtà che certamente non dispongono delle risorse delle organizzazioni più grandi, di strumenti idonei a pianificare in modo sufficientemente calibrato l'attività di impresa e dell'altro lato, per ricollegarci a quei fondamenti giuridici evidenziati nel primo capitolo, contribuire allo sviluppo di una cultura aziendalistica, spesso carente tra i nostri imprenditori, riflesso di un *modus operandi* imprenditorialmente sano.

Allegato 1:

**Tavola dei valori critici di T del test di Wilcoxon-Mann-Whitney
per test unilaterali con 2 campioni indipendenti
Probabilità $\alpha \leq 0.05$**

- n_1 = campione con il **numero minore** di osservazioni;
- n_2 = campione con il **numero maggiore** di osservazioni;
- **T** è significativo quando è **uguale o minore del valore minore** tabulato;
- **T** è significativo quando è **uguale o maggiore del valore maggiore** tabulato.

$n_1 = 3$		$n_1 = 4$		$n_1 = 5$		$n_1 = 6$	
n_2	T	n_2	T	n_2	T	n_2	T
3	6-15						
4	6-18	4	11-25				
5	7-20	5	12-28	5	19-36		
6	8-22	6	13-31	6	20-40	6	28-50
7	8-25	7	14-34	7	21-44	7	29-55
8	9-27	8	15-37	8	23-47	8	31-59
9	10-29	9	16-40	9	24-51	9	33-63
10	10-32	10	17-43	10	26-54	10	35-67

$n_1 = 7$		$n_1 = 8$		$n_1 = 9$		$n_1 = 10$	
n_2	T	n_2	T	n_2	T	n_2	T
7	39-66						
8	41-71	8	51-85				
9	43-76	9	54-90	9	66-105		
10	45-81	10	56-96	10	69-111	10	82-128

Allegato 2:

**Tavola dei valori critici di U del test Mann-Whitney
per 2 campioni indipendenti alla probabilità $\alpha \leq 0.05$**

Valore critico per test a due code (2) nella parte superiore e per test a una coda (1) nella parte inferiore di ogni casella. U calcolato è significativo quando è uguale o minore del valore tabulato.

n_1 = campione con il numero minore di osservazioni.

n_2 = campione con il numero maggiore di osservazioni.

n_1	n_2	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2	2	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	1	1	1	1
	1	-	-	-	0	0	0	1	1	1	1	2	2	3	3
3	2		-	-	0	1	1	2	2	3	3	4	4	5	5
	1		0	0	1	2	2	3	4	4	5	5	6	7	7
4	2			0	1	2	3	4	4	5	6	7	8	9	10
	1			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
5	2				2	3	5	6	7	8	9	11	12	13	14
	1				4	5	6	8	9	11	12	13	15	16	18
6	2					5	6	8	10	11	13	14	16	17	19
	1					7	8	10	12	14	16	17	19	21	23
7	2						8	10	12	14	16	18	20	22	24
	1						11	13	15	17	19	21	24	26	28
8	2							13	15	17	19	22	24	26	29
	1							15	18	20	23	26	28	31	33
9	2								17	20	23	26	28	31	34
	1								21	24	27	30	33	36	39
10	2									23	26	29	33	36	39
	1									27	31	34	37	41	44
11	2										30	33	37	40	44
	1										34	38	42	46	50
12	2											37	41	45	49
	1											42	47	51	55
13	2												45	50	54
	1												51	56	61
14	2													55	59
	1													61	66
15	2														64
	1														72

Bibliografia e Sitografia

- Ansoff H.I., *Corporate Strategy*, McGraw Hill – New York 1965;
- Baccarani C., Brunetti F., Giaretta E., *Impresa e management tra competitività e progresso*, Giappichelli Editore, Torino 2013;
- Barker V., Duhaimé I., Strategic Change in the Turnaround Process: *Theory and Empirical Evidence*, in [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199701\)18:1<12::AID-SMJ843>3.0.CO;2-X](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199701)18:1<12::AID-SMJ843>3.0.CO;2-X), gennaio 1997;
- Bastia P., Brogi R., *Operazioni Societarie Straordinarie e Crisi d'Impresa*, Milano, Wolters Kluwer, 2016;
- Borello A., *Il business plan. Dalla valutazione dell'investimento alla misurazione dell'attività d'impresa*, McGraw-Hill, Milano, V ed., 2012;
- Borsa Italiana, *Guida al Piano Industriale*, Milano, 2003;
- Branch M. C., *The Corporate Planning Process*, New York, American Management Association, 1962;
- Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., *Principi di Finanza Aziendale*, Milano, McGrawHill Education, 2015;
- Brusa L., *Business plan, guida per imprese sane, start-up e società in crisi*, EGEA, Milano 2016;
- Brusa L., *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè Editore, Milano 2000;
- Campobasso G.F., Campobasso M. (a cura di), *Diritto Commerciale*, Milano, Wolters Kluwer, 2014;
- Cian M. (a cura di), *Manuale di Diritto Commerciale*, Torino, Giappichelli, 2018;
- Coda V., *L'orientamento strategico di fondo*, Utet – Torino 1988;
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Linee guida alla redazione del business plan*, Roma 2011;
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma 2017;
- Gilardoni A., Danovi A., *Cambiamento, ristrutturazione e sviluppo dell'impresa*, Milano, EGEA, 2000;
- Grant R., Jordan J., *Fondamenti di Strategia*, Bologna, Il Mulino, 2013
- Guatri L., *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano 1986;
- <https://aida.bvdep.com/ip>;

- <https://www.borsaitaliana.it/>
- https://www.eutekne.info/Sezioni/Art_645266_presentati_i_principi_per_la_redazione_dei_piani_di_risanamento.aspx;
- https://www.eutekne.info/Sezioni/Art_645351_piano_di_risanamento_per_ripristinare_l_equilibrio_aziendale.aspx;
- https://www.eutekne.info/Sezioni/Art_733281_pronto_il_modello_di_business_plan_per_l_accesso_al_microcredito.aspx;
- Kaplan R., Norton D.P., *Strategy maps*, Boston, Harvard Business School Press, 2004;
- Neuschel F., *Management by System*, seconda edizione New York, McGraw-Hill Book Company, Inc., 1960;
- Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Brescia, *La Valutazione d'Azienda, gli indicatori della crisi*, Brescia 2017;
- Osterwalder A. e Pigneur Y., *Creare modelli di business – un manuale pratico ed efficace per ispirare chi deve creare o innovare un modello di business*, Edizioni FAG, Milano 2012;
- Pellicelli G., *Strategia e pianificazione delle imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino 1992;
- Piccatti P., Milanese A., *Predisposizione e ruolo del business plan nell'ambito della gestione delle PMI, guida operativa per commercialisti e imprenditori*, EUTEKNE, Torino 2018;
- Porter M.E., *Competitive Strategy*, New York, The Free Press, 1980;
- Porter M.E., *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*, in “Harvard Business Review”, 57, gennaio 2008;
- Robert N. Anthony, *Sistemi di pianificazione e controllo: schema di analisi*, Etas Kompass Spa, Milano 1967;
- Satta M., *Economia e Strategia aziendale*, Giuffrè Editore, Milano 2001;
- Shumpeter J.A., *Teoria dello sviluppo economico*, Etas, 2002;
- Wilkinson A., Kupers R., *Living in the futures: how scenario planning changed corporate strategy*, Harvard Business Review, May 2013;

Ringraziamenti

Mi sento in dovere di dedicare questa pagina del presente elaborato alle persone che mi hanno supportato nella redazione dello stesso.

Innanzitutto, ringrazio il mio relatore prof. Boesso Giacomo, sempre pronto a darmi le giuste indicazioni in ogni fase della realizzazione dell'elaborato. Grazie, inoltre, per la passione e l'entusiasmo trasmessomi durante il corso di Pianificazione Industriale e durante la stesura del presente contributo.

Ringrazio tutto lo staff dello studio SC&A di Padova in cui ho svolto un tirocinio formativo della durata di 3 mesi, per l'ospitalità, per le skills acquisite sul campo e per avermi fornito i piani industriali analizzati nel presente elaborato.

In particolare, un ringraziamento speciale va al dott. Gazzea Tommaso che mi ha aiutato a condurre le analisi e mi ha fornito un supporto fondamentale.

Non posso non menzionare i miei genitori e la mia famiglia che da sempre mi sostengono nella realizzazione dei miei progetti. Non finirò mai di ringraziarvi per avermi permesso di arrivare fin qui.

Grazie ai miei amici per essere stati sempre presenti anche durante questa ultima fase del mio percorso di studi. Grazie per aver ascoltato i miei sfoghi, grazie per tutti i momenti di spensieratezza.