



BORSA ITALIANA®

GUIDA AL
PIANO
INDUSTRIALE



GUIDA AL
PIANO
INDUSTRIALE



© luglio 2003 *Borsa Italiana*
Tutti i diritti riservati

Ai sensi della legge sui diritti d'autore e del codice civile è vietata la riproduzione della presente pubblicazione o di parte di essa con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, tramite fotocopie, microfilm, registrazioni o altro, in tutti i Paesi.

Prima edizione: luglio 2003

La Guida è disponibile sul sito Internet di Borsa Italiana: www.borsaitaliana.it

AI LAVORI HANNO PARTECIPATO

Pietro Mazzola, Gaia Marchisio (SDA Bocconi)

BORSA ITALIANA (Luca Lombardo, Nunzio Visciano, Andrea Scremin)

DELOITTE & TOUCHE CORPORATE FINANCE

(Guido Vesin, Raffaella Colasurdo, Gianfranco Gianfrate)

ROLAND BERGER STRATEGY CONSULTANTS

(Giovanni Albanese, Francesco Calvi Parisetti)

Hanno inoltre contribuito, con utili indicazioni e approfondimenti:

ABI

ASSOSIM

Funzionari della Consob esperti nelle materie discusse hanno partecipato ai lavori come osservatori offrendo un valido contributo alle discussioni.

INDICE

PREFAZIONE	pag. 7
1. LE CARATTERISTICHE DEL PIANO INDUSTRIALE AI FINI DELLA QUOTAZIONE IN BORSA	pag. 10
1.1. Definizione e obiettivi del piano industriale	pag. 10
1.2. Requisiti del piano industriale	pag. 12
1.3. I contenuti del piano industriale	pag. 16
1.3.1. La strategia realizzata e le intenzioni strategiche	pag. 18
1.3.2. L'Action Plan	pag. 23
1.3.3. Le ipotesi e i dati finanziari prospettici	pag. 25
1.4. Logiche di costruzione del piano industriale	pag. 26
1.4.1. Modello economico: analisi di alcuni casi concreti	pag. 26
1.4.2. Le diverse direttrici di analisi	pag. 32
1.4.3. Indirizzi strategici e caratteristiche del piano industriale	pag. 33
1.5. Analisi di sensitività	pag. 36
1.6. La gestione di aspetti critici	pag. 37
1.7. Alcune regole utili	pag. 40
2. LA STRUTTURAZIONE DEL PIANO INDUSTRIALE: UNO SCHEMA STANDARD	pag. 42
3. LA DUE DILIGENCE: AREE DI ANALISI E FASI DEL PROCESSO	pag. 44
3.1. Analisi dei requisiti	pag. 45
3.2. Sostenibilità organizzativa	pag. 52
3.3. Confronto con lo schema standard	pag. 53

PREFAZIONE

Il piano industriale¹ 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. Esso ha un ruolo vitale nell'ambito della gestione delle imprese in quanto risulta utile al management per la rappresentazione della propria visione imprenditoriale; ai componenti del Consiglio di Amministrazione per svolgere appieno il ruolo di indirizzo e controllo della società; all'impresa per attirare risorse, umane e finanziarie, necessarie alla realizzazione dell'*Action Plan*².

La redazione del piano industriale, all'interno di una sistematica attività di pianificazione strategica, contribuisce a migliorare la qualità delle intenzioni strategiche del management e ad indirizzare le successive azioni realizzative, migliorando, in ultima analisi, le performance aziendali.

Ai fini della quotazione nei mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana il piano industriale non deve essere visto in una accezione diversa: devono essere seguite le stesse logiche, procedure e regole normalmente utilizzate nel processo di pianificazione, focalizzandosi sulle informazioni di cui il management ordinariamente si avvale per condurre l'attività aziendale.

Il piano industriale risulta molto utile anche per tutta la comunicazione finanziaria richiesta per l'*IPO*; la sua corretta strutturazione, e quindi l'individuazione e l'esplicitazione dell'andamento dei *key value driver*, è il presupposto per affrontare, in maniera coerente e completa, la redazione del prospetto informativo e la strutturazione dell'*analyst presentation* e del *road show*. Dopo la quotazione, invece, lo sforzo compiuto, se trasfuso in un'attività di pianificazione sistematica, potrebbe rivelarsi utile nell'affrontare le successive esigenze comunicative tipiche di una società quotata: le presentazioni dei dati finanziari (annuali e infrannuali) e la redazione dei documenti finanziari e dei comunicati stampa.

¹ Dal punto di vista terminologico, coerentemente con quanto specificato all'interno dei Regolamenti di Borsa Italiana, nel corso del documento viene utilizzato il termine "piano industriale", piuttosto che "business plan"; quest'ultimo termine, sebbene a volte inteso come il documento redatto in occasione dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale (start-up), nella prassi è spesso usato come sinonimo di piano industriale.

² In tal senso si fa riferimento a Mazzola, P., *Il piano industriale*, Milano, EGEA, 2003.

La redazione del piano per le società quotande è anche un momento di confronto e di valutazione del proprio processo di pianificazione al fine di considerare l'opportunità di investire nel sistema di controllo di gestione³, rafforzando i sistemi di *planning*, *reporting* e di *business intelligence*. È auspicabile che le analisi effettuate durante la preparazione alla quotazione non esauriscano i loro effetti con il termine della stessa; è necessario invece un ulteriore sforzo al fine di dotarsi di un processo di pianificazione e controllo adeguato e affidabile.

Il presente documento mira ad offrire una guida da utilizzare nella redazione del piano industriale che deve essere presentato dalla società emittente per la quotazione nei mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, al fine di soddisfare quanto previsto nel “Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.” e nel “Regolamento del Nuovo Mercato Organizzato e Gestito da Borsa Italiana S.p.A.” (di seguito i “Regolamenti”).

Inoltre, risulta utile evidenziare che, ai sensi dei Regolamenti, lo Sponsor collabora con l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione, ai fini di un ordinato svolgimento della stessa, e rilascia una apposita dichiarazione sui dati previsionali esibiti nel piano industriale.

Negli ultimi anni, il numero di aziende che hanno intrapreso con successo il processo di quotazione è aumentato e con esso anche il numero degli Sponsor che hanno affiancato tali società. Ciò ha fatto sorgere l'esigenza di formulare uno standard di riferimento con l'obiettivo di omogeneizzare, per quanto possibile, da un lato, i contenuti dei piani industriali che vengono presentati a Borsa Italiana e, dall'altro, il modo con cui vengono condotte dagli Sponsor le *due diligence* sulle aziende quotande.

Infine, la presente Guida, così come il QMAT⁴, dovrebbe consentire di migliorare la comunicazione tra Borsa Italiana, Sponsor e società quotande al fine di agevolare la pianificazione del processo di quotazione.

³ Al riguardo si veda la “Guida al Sistema di Controllo di Gestione” pubblicata da Borsa Italiana.

⁴ Il QMAT deve essere redatto dalle società che presentano domanda di ammissione a quotazione di azioni nei mercati/segmenti gestiti da Borsa Italiana (Blue Chip, STAR, Segmento di Borsa Ordinario, Nuovo Mercato); tale documento è stato realizzato dall'ufficio Equity Market Listing di Borsa Italiana e può essere scaricato dagli Sponsor dal sito Internet di Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it, tramite password.

L'articolazione data al documento riflette gli obiettivi che Borsa Italiana tramite la sua pubblicazione intende raggiungere. In particolare esso è stato strutturato in modo da:

- riportare nel capitolo 1 le principali caratteristiche che un piano deve possedere ai fini dell'ammissione a quotazione;
- rappresentare nel capitolo 2 uno schema standard per la redazione del piano che riflette i contenuti illustrati nel primo capitolo;
- fornire nel capitolo 3 alcuni esempi di possibili verifiche dello Sponsor nell'ambito del processo di *due diligence* sulla società quotanda.

1. LE CARATTERISTICHE DEL PIANO INDUSTRIALE AI FINI DELLA QUOTAZIONE IN BORSA

Nel presente capitolo vengono analizzate le principali caratteristiche che un piano industriale deve possedere per garantire il raggiungimento degli obiettivi definiti dai Regolamenti. In particolare, nei primi paragrafi viene inquadrato il piano industriale come strumento gestionale, illustrandone gli obiettivi e i requisiti che deve possedere. Nel prosieguo del capitolo si passa ad affrontare le principali componenti, soffermandosi poi su alcuni punti quali le logiche di costruzione del piano, l'analisi di sensitività, la gestione di aspetti critici e una serie di regole utili.

Risulta opportuno in questa breve premessa precisare i rapporti tra piano industriale e QMAT, al fine di evitare o almeno ridurre le duplicazioni fra i due documenti. A tale scopo occorre innanzitutto sottolineare che il QMAT deve essere considerato parte integrante del piano industriale e che i due documenti sono stati concepiti da Borsa Italiana in modo da limitare le sovrapposizioni. In particolare, mentre il piano industriale dovrebbe concentrarsi sull'illustrazione del progetto strategico, dell'*Action Plan*, delle ipotesi alla base dei dati previsionali e dei dati medesimi, il QMAT dovrebbe prevalentemente coprire tutto ciò che riguarda il *Business Model* adottato dall'azienda, gli *stakeholder* rilevanti e il settore di appartenenza. Ciò comporta che gli aspetti già affrontati nel QMAT (come, ad esempio, la descrizione del *Business Model* o delle dinamiche competitive del settore di riferimento) non dovrebbero essere duplicati nel piano industriale, ma semplicemente richiamati.

1.1. DEFINIZIONE E OBIETTIVI DEL PIANO INDUSTRIALE

Il piano industriale può essere definito come il documento nel quale, a partire dalla presentazione delle strategie competitive di fatto operanti a livello aziendale (*corporate*) e di *Strategic Business Unit* (di seguito *SBU*)⁵ e dell'eventuale

⁵ Coerentemente con quanto indicato nel QMAT, per *Strategic Business Unit* si intende l'unità di un'impresa che ha la responsabilità di sviluppare la strategia in una specifica area d'affari (ASA). Una *SBU* generalmente presenta:

- strategie indipendenti da altre aree di attività dell'impresa;
- strutture di costo differenti;
- presidi organizzativi autonomi e responsabilità dedicate.

fabbisogno o opportunità di rinnovamento esistente, vengono illustrate le intenzioni strategiche del management, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei *key value driver* e dei risultati attesi⁶.

Il principale obiettivo di un piano industriale è di consentire al management di definire in che modo l'azienda intende accrescere il valore creato per gli azionisti. Più in particolare la strutturazione del piano industriale dovrebbe permettere:

- **la focalizzazione sulla creazione di valore nell'ambito di una visione di lungo periodo**

Il piano industriale, all'interno del processo di pianificazione, rappresenta per i manager il momento per focalizzarsi sulla definizione di strategie intenzionali che consentano di massimizzare la creazione di valore. Spesso le esigenze operative di breve periodo non permettono ai manager di dedicare tempo all'analisi delle dinamiche settoriali, ai comportamenti dei competitor e all'individuazione di valide opportunità; l'introduzione e il continuo miglioramento del processo di generazione strategica contribuiscono, invece, a creare occasioni in cui è possibile sviluppare strategie innovative che consentano di creare e mantenere il vantaggio competitivo. La sostenibilità del vantaggio competitivo può essere certamente favorita dall'esistenza e dalla qualità del processo di elaborazione dei piani industriali.

- **la creazione di una guida per la gestione dell'attività aziendale**

Il piano industriale, e più propriamente l'*Action Plan* - con la definizione delle azioni e delle relative tempistiche -, rappresenta uno strumento che guida le principali scelte operative e in particolare l'entrata in nuovi mercati, l'introduzione di nuovi prodotti e servizi, l'utilizzo di nuovi canali distributivi, l'ampliamento del portafoglio clienti e il reperimento di tutte le risorse - finanziarie, umane, organizzative e tecnologiche - necessarie all'implementazione degli obiettivi strategici.

Il concetto di SBU fa quindi riferimento alla realtà aziendale interna, mentre quello di ASA si riferisce al sottosistema del settore o segmento caratteristico di esso normalmente identificabile da una precisa combinazione di:

- *prodotti/servizi/brand;*
- *tecnologia impiegata;*
- *canali di distribuzione;*
- *tipologia di clienti;*
- *aree geografiche di riferimento.*

⁶ Per la definizione, cfr. Mazzola, P., *op. cit.*

- **lo sviluppo di un utile processo di apprendimento**

L'esplicitazione delle scelte strategiche e delle azioni realizzative in un documento, le cui linee guida saranno comunicate anche a terzi, implica un preliminare vaglio critico da parte del management: in questa maniera, il processo di strutturazione del piano diventa uno strumento di apprendimento che consente di verificare la qualità di certe intuizioni manageriali e di ridurre quindi i rischi correlati. Infatti, la redazione del piano industriale implica di solito un suo progressivo affinamento e dunque l'elaborazione di successive versioni all'interno di un processo iterativo: gli assunti errati, le aree di debolezza e le incoerenze sono così progressivamente corretti, mentre gli stimoli e le intuizioni derivanti dall'esame delle prime versioni di piano vengono recepiti, integrando e migliorando il progetto strategico originale.

- **la preparazione al confronto con il mercato finanziario**

La redazione e il vaglio critico del piano industriale rappresentano un modo per prepararsi a spiegare e difendere le proprie scelte strategiche nei confronti del mercato finanziario al fine di limitare il rischio che esse non siano adeguatamente comprese e, per questo solo fatto, non approvate. Ciò vale sia per la comunicazione richiesta al momento della quotazione, sia per quella *ongoing* tipica di una società quotata.

- **una migliore definizione del sistema di incentivazione aziendale**

Il piano industriale, e in particolare gli obiettivi economico-finanziari e competitivi in esso contenuti, rappresenta anche la base di riferimento per la definizione del piano degli incentivi (bonus e altre componenti variabili della remunerazione) collegati all'andamento delle performance aziendali.

1.2. REQUISITI DEL PIANO INDUSTRIALE

I Regolamenti (articolo 2.1.2, comma 2, per il MTA e per il Nuovo Mercato), in merito alle competenze di Borsa Italiana in materia di ammissione a quotazione di azioni, fissano indirettamente i requisiti minimi che nella stesura del piano industriale occorre rispettare. L'articolo 2.1.2 precisa che *“Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione alla quotazione, con provvedimento motivato e comunicato tempestivamente all'interessato:*

a), b), c) *omissis*

d) se la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori. A tal fine Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria, un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività, l'evidenza di importanti fattori di incoerenza nel piano industriale e la carenza di elementi di riscontro delle ipotesi contenute nel piano medesimo."

I requisiti minimi desumibili sono pertanto tre: I) la **Sostenibilità finanziaria**, ossia l'assenza di gravi squilibri finanziari; II) la **Coerenza**, vale a dire l'assenza di "fattori di incoerenza" nei piani; III) l'**Attendibilità**, che fa riferimento alla fondatezza delle ipotesi.

Nel capitolo 3 "La *due diligence*: aree di analisi e fasi del processo" verranno proposti degli esempi di possibili verifiche dello Sponsor per accertare la presenza dei suddetti requisiti. Inoltre saranno riportati, sulla base dell'esperienza che Borsa Italiana ha maturato negli ultimi cinque anni, degli esempi di piani industriali privi di tali requisiti e i potenziali rischi, per la società quotanda e per il mercato finanziario, ad essi associati.

I) Sostenibilità finanziaria

La sostenibilità finanziaria di un piano industriale deve essere considerata in relazione alla qualità e quantità delle fonti di finanziamento che il management intende utilizzare per fronteggiare i fabbisogni correlati alla realizzazione della strategia. A tal fine, durante l'arco temporale di piano sarebbe opportuno che i *cash flow* (intesi come la somma di utile netto e ammortamenti) coprissero almeno gli assorbimenti di capitale circolante e gli investimenti netti di sostituzione/mantenimento, mentre il ricorso ad ulteriore capitale di debito e/o di rischio (e quindi ai proventi dell'*IPO*) dovrebbe avvenire per fronteggiare parzialmente o totalmente gli investimenti finalizzati alla crescita. A tale riguardo, risulta utile precisare, come verrà ribadito nel paragrafo 1.6., che il piano industriale deve essere sempre redatto *pre-money*; ciò non toglie che, al fine di valutare la sostenibilità finanziaria, nell'accezione sopra evidenziata, si possano considerare anche i proventi dell'*IPO*.

Un ulteriore aspetto da non trascurare è la reperibilità delle fonti di finanziamento. Più in dettaglio, è necessario che le scelte di finanziamento attraverso il capitale

di debito siano fattibili alla luce della capacità di indebitamento (e quindi del rapporto di indebitamento corrente) e del potenziale profilo di rischio della società (e del possibile *rating*); l'eventuale considerazione dei proventi dell'offerta pubblica di sottoscrizione dovrebbe avvenire, invece, prudenzialmente, utilizzando il limite inferiore del "range di prezzo" e applicando ulteriori sconti correlati al prevedibile andamento dei mercati azionari; infine, il successivo ricorso, durante l'arco di piano, al mercato azionario (tramite aumenti di capitale) deve essere attentamente vagliato alla luce delle potenziali difficoltà che questa opzione può comportare.

II) Coerenza

Tale requisito è relativo ad una dimensione "interna" del piano e si manifesta laddove tutte le componenti - strategia realizzata e realtà aziendale di partenza, intenzioni strategiche, *Action Plan*, ipotesi e previsioni economico-finanziarie - 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 prospettici. Pertanto, un piano industriale può definirsi coerente se esistono i nessi causali tra le intenzioni strategiche, l'*Action Plan*, le ipotesi poste a fondamento delle proiezioni economico-finanziarie e i dati finanziari.

Un'altra dimensione del requisito della coerenza riguarda la realizzabilità dell'*Action Plan* e più precisamente la compatibilità delle azioni pianificate con la tempistica proposta e con le risorse (umane, organizzative e tecnologiche) attuali e prospettiche di cui l'azienda dispone e si doterà. Ciò presuppone evidentemente la chiara indicazione nel piano delle azioni realizzative che si intendono intraprendere per attuare il progetto strategico.

III) Attendibilità

Un piano industriale può definirsi attendibile se viene formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e se riporta risultati attesi ragionevolmente conseguibili. In particolare la fondatezza delle ipotesi va verificata rispetto alle condizioni di seguito analizzate.

Compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo

I contenuti del piano industriale devono risultare realistici rispetto alle dinamiche competitive del settore di riferimento e, in particolare, rispetto a:

- l'andamento della domanda e delle quote di mercato;

- le tendenze in atto nei bisogni dei consumatori (*consumer need*) e i fattori chiave che ne guidano le scelte (*buying factor*);
- il comportamento dei competitor (desumibile da un'analisi di *benchmarking* relativa ad aspetti quali la strategia, il *Business Model*⁷, i fattori critici di successo⁸ e i dati finanziari storici e prospettici);
- la struttura e i cambiamenti dei canali distributivi e dei rapporti di fornitura;
- il contesto normativo, tecnologico, sociale e ambientale.

Questo non significa che un piano industriale può definirsi inattendibile laddove presenti dei contenuti non completamente allineati alle dinamiche che si stanno verificando nel settore di riferimento⁹; nei casi in questione, la credibilità del piano può essere comunque garantita attraverso un'esaustiva illustrazione degli elementi a sostegno degli obiettivi strategici esposti.

Confrontabilità con i risultati storici

L'analisi critica di un piano industriale deve necessariamente fondarsi anche sul confronto fra performance storiche e risultati di piano; quanto più i risultati prospettici - finanziari, gestionali e competitivi - differiscono da quelli passati e quanto più sono ambiziosi gli obiettivi di piano, tanto più sarà necessario proporre elementi a sostegno della loro credibilità.

Visibilità dei dati previsionali

La visibilità si riferisce alla possibilità di intravedere il formarsi dei dati preventivati (previsioni di ricavi, margini, investimenti, ecc.), ovvero all'elevata probabilità che le proiezioni relative a tali voci hanno di manifestarsi realmente. È evidente che quanto detto impatta fortemente sull'attendibilità di un piano; infatti, quanto più, ad esempio, la società quotanda basa le proprie proiezioni sui primi dati consuntivi dell'esercizio in corso, su ordini già in portafoglio, su vendite da effettuare a clienti con cui esistono relazioni stabili ovvero su trattative che si trovano ad uno stadio avanzato, tanto più sarà possibile considerare come altamente probabili i flussi di ricavo. Decisamente inferiore sarà l'attendibilità

⁷ Per *Business Model* si intende la serie di funzioni o processi necessari per concepire, produrre e distribuire il prodotto/servizio della società al cliente finale. Il *Business Model* varia in funzione della singola *Business Unit*, della società e del settore.

⁸ I fattori critici di successo (FCS) sono gli elementi necessari per operare, in ogni fase del *Business Model*, in modo efficace e con risultati superiori ai concorrenti. I FCS dipendono dalla qualità e quantità delle risorse impiegate e dalle competenze distintive maturate in ogni fase.

⁹ Al riguardo, si pensi ai settori hi-tech soggetti a situazioni di forte discontinuità, determinate dall'introduzione di nuove tecnologie, che rendono particolarmente difficile, ad esempio, la stima della domanda di mercato.

del piano per quelle società che devono giustificare previsioni di andamento dei ricavi basate esclusivamente su ipotesi di acquisizione di nuovi clienti, di ingresso in nuovi mercati o di lancio di nuovi prodotti/servizi.

Analisi di sensitività

Un ulteriore livello di analisi da compiere è quello relativo ai diversi scenari che si possono configurare rispetto alle principali variabili. Come si vedrà meglio nel paragrafo 1.5., lo sviluppo delle prospettive economico-finanziarie di piano dovrebbe essere sempre accompagnato da un'analisi di sensitività condotta con un approccio di tipo *what if* che permette, tra l'altro, di individuare le variabili critiche (competitive e gestionali) che più sono in grado di esercitare un influsso sulla creazione di valore e di verificare gli effetti associati ai diversi scenari.

1.3. I CONTENUTI DEL PIANO INDUSTRIALE

Un piano industriale si basa su elementi sia qualitativi sia quantitativi che non possono essere separati senza pregiudicarne la fondatezza: l'assenza di un'adeguata illustrazione delle strategie e dell'*Action Plan* rende infatti i risultati economico-finanziari delle semplici estrapolazioni degli andamenti passati, la cui credibilità non è in alcun modo verificabile, se non *ex post*; in maniera analoga, in mancanza di previsioni quantitative, il piano non può essere opportunamente apprezzato in sede preventiva, né successivamente verificata l'implementazione.

Il piano industriale, come evidenziato nella tavola 1, si compone di alcuni elementi che saranno analizzati nei successivi paragrafi.

Prima di affrontare tali componenti, si ritiene opportuno ribadire che il principale obiettivo di un piano industriale è quello di definire in che modo l'azienda intende accrescere il valore creato per gli azionisti.

Il valore per gli *shareholder* - misurato, tra l'altro, attraverso l'*EVA*[®] (Valore Economico Aggiunto)¹⁰, ovvero la differenza tra *ROCE* (al netto delle tasse) e il costo del capitale impiegato per produrlo - può essere accresciuto da un esercizio all'altro agendo, singolarmente o contemporaneamente, su: risultato operativo,

¹⁰ Per maggiori informazioni si veda Bennet Stewart III, G., *The Quest for Value*, New York, Harper Business, 1991.

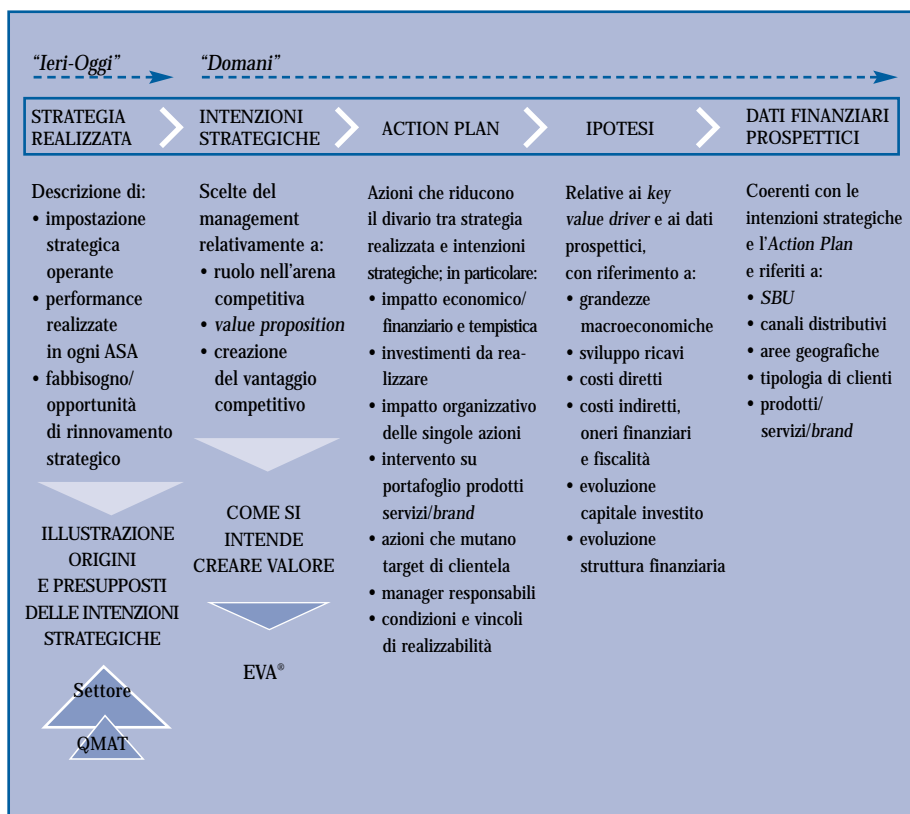


TAVOLA 1: Le componenti del piano industriale

crescita del fatturato, capitale investito e costo del capitale (WACC)¹¹. L'utilizzo di una o più alternative è condizionato da diversi aspetti, tra cui l'andamento del ciclo economico, la fase del percorso strategico che l'azienda sta vivendo, la strategia realizzata e la sua efficacia, il livello di indebitamento raggiunto, la competizione all'interno del settore di appartenenza, il livello di copertura geografica, vincoli correlati all'ambiente sociale e regolamentare. Il piano industriale deve sempre esplicitare quali leve, tra quelle sopra indicate, il management intende utilizzare negli esercizi futuri per accrescere il valore dell'impresa.

Nel lungo periodo, di solito, la leva più utilizzabile risiede nella capacità dell'impresa di mantenersi lungo un percorso di crescita profittevole (realizzata in modo da accrescere l'EVA®). La possibilità di manovra delle altre leve a

¹¹ Per maggiori approfondimenti si veda il paragrafo 1.4.3.

disposizione del management è, infatti, condizionata da alcuni vincoli strutturali piuttosto stringenti. Basti pensare, ad esempio, al fatto che l'incremento della redditività operativa a parità di dimensione trova dei limiti nelle caratteristiche del settore e nell'interazione delle forze competitive che agiscono al suo interno. Il ricorso, poi, all'indebitamento per sfruttare il beneficio fiscale legato alla deducibilità degli interessi passivi non può superare certi limiti per non pregiudicare la flessibilità e la solvibilità aziendale.

Nella stesura del piano industriale di una società quotanda, data l'ottica di più breve periodo che lo caratterizza (i Regolamenti richiedono la copertura di un periodo di 3 esercizi), 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.

1.3.1. La strategia realizzata e le intenzioni strategiche

Il piano industriale deve fornire innanzitutto una descrizione dell'impostazione strategica operante (si veda come esempio la tavola 2), della fase del ciclo di vita in cui la società quotanda si trova e dell'eventuale fabbisogno, o opportunità, di un rinnovamento della strategia derivante dalle minacce/opportunità dell'ambiente competitivo e/o dal confronto con i punti di forza e di debolezza dei concorrenti (*benchmarking*).

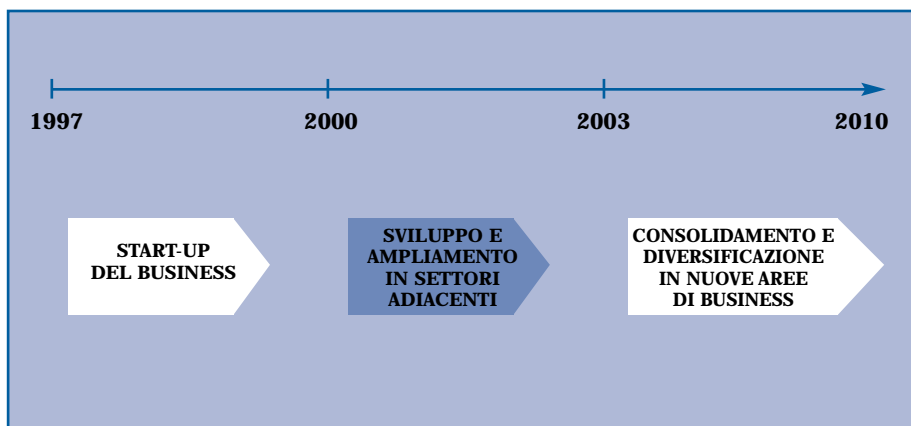


TAVOLA 2: Impostazione strategica operante

In tale contesto, la **strategia realizzata** (nella successiva tavola 3 viene riportato un esempio relativo alla società Gamma attiva nella gestione di strutture alberghiere) 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. Il piano dovrebbe consentire di esplicitare il collegamento tra i risultati ottenuti nel passato e le principali scelte strategiche effettuate e offrire una più chiara illustrazione delle origini e dei presupposti delle intenzioni strategiche della società. L'analisi dei nessi causali fra scelte e risultati è essenziale per individuare le leve gestionali e le relative metriche che hanno avuto il maggior impatto sulle performance aziendali (cosiddetti *key value driver* e *key performance indicator*) e verificare anche sul piano quantitativo la qualità della strategia realizzata. Quest'ultima dovrebbe esplicitare almeno i seguenti punti: la strategia competitiva *corporate*, la strategia competitiva delle singole *SBU* e le performance realizzate in ogni *ASA*. Per quanto concerne tale aspetto, è necessario fornire il maggior dettaglio possibile riguardo all'eventuale impatto positivo di fenomeni congiunturali e straordinari e all'effetto degli investimenti che, pur effettuati in esercizi precedenti, rilasciano in quelli correnti i loro benefici.

PRINCIPALI SCELTE STRATEGICHE EFFETTUATE NEL PERIODO 2000-2002

La società Gamma ha avviato un processo di *turnaround* che ha portato ad un miglioramento della redditività operativa e del valore creato attraverso:

- sviluppo di poli turistici di elevate dimensioni (Polo Alfa e Polo Beta) e con alta redditività;
- chiusura di strutture alberghiere piccole, non specializzate e non profittevoli (ad es. Hotel Omicron e Villaggio Lambda);
- gestione di nuove strutture di medie dimensioni (ad es. Villaggio Sigma, Hotel Omega e Hotel Delta).

RISULTATI OTTENUTI NEL PERIODO 2000-2002

	2000	2001	2002
Numero strutture	15	14	16
di cui:			
Poli turistici	0	1	2
Strutture piccole	8	5	4
Strutture medie	7	8	10
Capacità (posti letto)	5.500	5.400	6.400
Prezzo/giorno medio (€)	70	71	72
Tasso di occupazione	52%	54%	57%
Fatturato (€, mln)	20,5	25,1	30,8
Ebit (€, mln)	-1,1	1,3	1,8
Capital Employed (€, mln)	9	10	13,5
ROCE (%)	-12,2%	13,0%	13,3%
EVA (€, mln)	-1,4	+0,05	+0,1

TAVOLA 3: La strategia realizzata

Le **intenzioni strategiche** rappresentano, invece, le scelte dichiarate del management relativamente al campo di attività dell'impresa, alla crescita dimensionale da perseguire e al ruolo che si intende rivestire nell'arena competitiva. Nel piano industriale esse devono essere descritte con un sufficiente livello di dettaglio così da poter cogliere i cambiamenti che queste comportano nella strategia adottata, il loro grado di coerenza con il fabbisogno/opportunità di rinnovamento e i risultati attesi cui condurranno (nella tavola 4, ricollegandosi all'esempio riportato per la strategia realizzata, vengono illustrate le intenzioni strategiche della società Gamma).

FABBISOGNO O OPPORTUNITÀ DI UN RINNOVAMENTO STRATEGICO

- I due principali competitor di Gamma presentano una redditività superiore (ROCE 2002 ca. 17%) grazie alla maggiore focalizzazione sui poli turistici (infatti rispettivamente l'80% e il 65% del fatturato 2002 derivano dalla gestione di tali strutture)
- Quasi tutte le strutture piccole attualmente gestite da Gamma sono caratterizzate da risultati costantemente negativi, bassi tassi di occupazione e *location* non particolarmente attrattive

PRINCIPALI INTENZIONI STRATEGICHE NEL PERIODO 2003-2005

La società perseguirà nel processo di accrescimento della creazione di valore attraverso:

- incremento del numero di poli turistici gestiti e miglioramento dei tassi di occupazione grazie all'esclusività delle *location* delle nuove aperture;
- crescita delle vendite su tutte le strutture grazie ai positivi effetti dell'accordo che verrà stipulato con un primario *tour operator* nazionale;
- progressiva diminuzione delle strutture alberghiere piccole, non specializzate e non profittevoli;
- crescita del prezzo medio giornaliero grazie all'apertura dei nuovi poli turistici che verranno venduti a prezzi elevati vista l'esclusività delle *location* e l'alto livello di servizio offerto.

RISULTATI PREVISTI NEL PERIODO 2003-2005

	2003	2004	2005
Numero strutture	17	19	20
di cui:			
Poli turistici	4	7	8
Strutture piccole	3	2	1
Strutture medie	10	10	11
Capacità (posti letto)	7.150	8.460	9.100
Prezzo/giorno medio (€)	72	75	77
Tasso di occupazione	60%	65%	66%
Fatturato (€, mln)	36	46	51
Ebit (€, mln)	2,2	3,1	3,9
Capital Employed (€, mln)	15	19	22
ROCE (%)	14,6%	16,3%	17,7%
EVA (€, mln)	0,2	0,4	0,6

TAVOLA 4: Le intenzioni strategiche

Le intenzioni strategiche, in altre parole, 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; tali azioni sono in costante cambiamento in funzione dei risultati raggiunti, degli scenari competitivi e degli errori eventualmente commessi.

Il piano industriale, come già evidenziato nel paragrafo 1.3., nell'illustrazione delle intenzioni strategiche deve sempre esplicitare quali leve il management intende utilizzare negli esercizi futuri per accrescere il valore dell'impresa.

Volendo approfondire il concetto di intenzioni strategiche, si ritiene che esse rappresentino la sintesi del ruolo atteso della società nel settore di riferimento, della *value proposition* e delle modalità con cui l'impresa intende acquisire un sostenibile vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti attuali e potenziali. Le intenzioni strategiche devono specificare le scelte *corporate* e, laddove la società operi con diverse *SBU*, le scelte per ciascuna di esse. A livello *corporate* occorre esplicitare:

- le scelte in termini di *ASA* in cui l'impresa intende operare e l'eventuale uscita ovvero entrata in nuove *ASA*;
- il ruolo assegnato, nell'ambito del processo di creazione di valore, a ciascuna *SBU* - che presidia ogni singola *ASA* - (segnalando casi in cui il valore creato da alcune *SBU* serve a sussidiare altre in fase di *start-up* o di *turnaround*), il criterio di allocazione delle risorse finanziarie e umane disponibili, le sinergie realizzate e quelle stimate fra le *SBU*.

Le intenzioni strategiche *corporate* dovrebbero tendere a trovare un equilibrio nell'impresa nel suo complesso; è opportuno che il management analizzi costantemente, attraverso il sistema di controllo di gestione, il valore creato da ogni *SBU*, che dovrebbe rappresentare la base quantitativa per le decisioni relative alle *ASA* in cui operare. Sebbene ci potrebbero essere una serie di motivi che possono indurre il management a operare in alcune *ASA* nonostante un *EVA*[®] insoddisfacente, è necessario comunque stabilire le condizioni (temporali o di altro tipo) che potrebbero determinare il disinvestimento.

A livello di *SBU*, invece, le intenzioni strategiche devono definire:

- il posizionamento dell'impresa lungo la *value chain* complessiva del settore di riferimento, precisando, da un lato, quali attività l'impresa intende svolgere direttamente e quali tramite terzi e, dall'altro, quanta parte del valore intende lasciare ai fornitori, distributori, clienti e *outsourcer*;

- la configurazione del *Business Model*, evidenziandone gli eventuali elementi di unicità e superiorità, rispetto ai modelli di business dei competitor, che determinano il vantaggio competitivo;
- i target di clientela attuali e potenziali (specificando i segmenti che si preferisce non servire) e il portafoglio prodotti/servizi/*brand* (indicandone l'ampiezza e le caratteristiche) con cui si intende soddisfare le attese dei consumatori;
- strategia di prezzo per i principali prodotti, servizi e/o *brand*;
- le aree geografiche attuali e prospettiche in cui operare e, per ognuna di esse, i canali distributivi attraverso cui verranno raggiunti i clienti target.

Le intenzioni strategiche devono anche sintetizzare la *value proposition* dell'azienda, rappresentata dalle motivazioni - espresse in termini di rapporto prezzo/beneficio - 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. L'esistenza del vantaggio competitivo - che un'azienda può dire di avere quando riesce ad offrire alla clientela prodotti e servizi migliori a parità di costo oppure prodotti e servizi allineati a quelli dei concorrenti a costo inferiore - dovrebbe essere valutata, per quanto possibile, facendo riferimento al divario o al rapporto fra il valore dell'output per l'acquirente¹² e i costi della sua realizzazione¹³, e non al divario o al rapporto fra prezzi e costi.

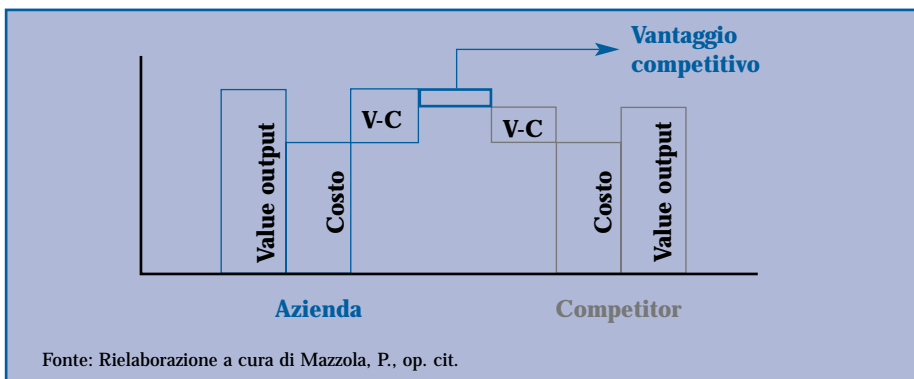


TAVOLA 5: Rappresentazione del vantaggio competitivo come divario tra valore dell'output dell'acquirente e i costi per la sua realizzazione

¹² Il valore dell'output per l'acquirente è stimabile sommando algebricamente i benefici lordi e i costi correlati alla disponibilità e all'utilizzo del bene, eccezion fatta per il costo di acquisto.

¹³ Questa impostazione si trova anche in Brandeburger, A., Stuart, H., Jr., *Value Based Business Strategy*, in *Journal of Economics and Management Strategy*, 1996, n. 5, pp. 5-24; Ghemawat, P., *Strategy and the Business Landscape*, Addison Wesley, 1999, p. 62 e ss.; Mazzola, op. cit., p. 47 e ss. e p. 121 e ss.

Dunque un'impresa possiede un vantaggio competitivo se dimostra di avere (o di poter creare) 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 redditività.

Il vantaggio competitivo di una società deriva dal modo con cui nel proprio *Business Model* le funzioni/processi si combinano e completano tra loro, dai fattori critici di successo che vengono presidiati in ogni fase e dalle risorse e competenze distintive di cui la società dispone.

Se il vantaggio esistente non può essere annullato in tempi brevi, allora si può definire sostenibile; nel medio e lungo termine, invece, è difficile analizzare la sostenibilità del vantaggio competitivo e ciò costringe qualsiasi azienda a crearsi nel tempo una serie di vantaggi competitivi temporanei.

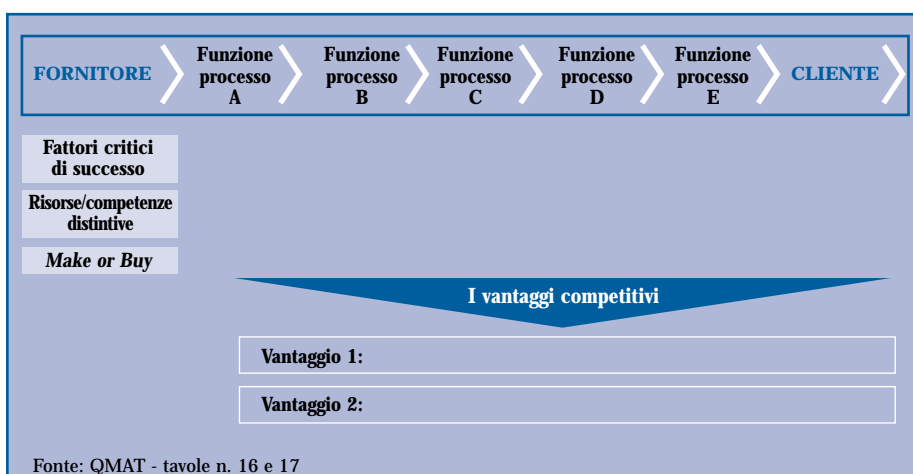


TAVOLA 6: Rappresentazione delle fonti del vantaggio competitivo

1.3.2. L'Action Plan

L'*Action Plan* deve enunciare in termini sintetici le principali direttive tramite cui dare attuazione al progetto strategico. Esso deve includere almeno i seguenti punti:

- l'insieme di azioni che consentono la realizzazione delle intenzioni strategiche, con la specifica dell'impatto in termini economico-finanziari e della tempistica stimata per l'implementazione (si veda a titolo di esempio il piano di riduzione dei costi operativi riportato nella tavola 7);

- la descrizione degli investimenti che saranno realizzati, evidenziandone l'ammontare, la tipologia, gli esercizi di riferimento e le voci patrimoniali su cui andranno ad impattare;
- l'impatto organizzativo delle singole azioni in termini di *Business Model*, struttura manageriale, organico aziendale, aree geografiche da coprire, canali distributivi e struttura commerciale;
- gli eventuali interventi sul portafoglio prodotti/servizi/*brand* offerti alla clientela;
- le azioni con le quali si intende realizzare un eventuale mutamento del target di clientela da servire;
- il sistema di responsabilità ovvero l'indicazione dei manager responsabili delle azioni programmate;
- le condizioni/vincoli che possono influenzare la realizzabilità delle azioni.

Il ruolo dell'*Action Plan* è pertanto quello di dare concretezza e credibilità alle intenzioni strategiche; quanto più esso sarà illustrato in maniera precisa e dettagliata, tanto più risulterà evidente che il management ha già delineato le tappe principali per la realizzazione del quadro strategico.

Come si vedrà meglio nel paragrafo 1.4.3. "Indirizzi strategici e caratteristiche del piano industriale", il piano industriale - e quindi anche l'*Action Plan* - deve presentare connotati e approfondimenti diversi a seconda delle caratteristiche del progetto strategico.

AZIONE	TEMPISTICA	RIDUZIONE COSTI
Riduzione organico produttivo di 40 unità	Giugno 2004	1.000
Sostituzione e riduzione del n. di fornitori	Marzo 2004	3.000
Razionalizzazione flusso logistico	Ottobre 2004	2.000
Internalizzazione manutenzione impianti e assunzione risorse specializzate	Giugno 2004	1.000

TAVOLA 7: Piano riduzione costi operativi (dati in migliaia di euro)

1.3.3. Le ipotesi e i dati finanziari prospettici

Qualsiasi piano industriale viene valutato sulla base delle ipotesi e delle prospettive economiche, patrimoniali e finanziarie connesse alle scelte strategiche.

Il piano industriale deve pertanto contenere un insieme di **prospetti economico-patrimoniali-finanziari** redatti in piena coerenza con le scelte strategiche e con l'*Action Plan*, con l'evidenziazione del contributo delle diverse *SBU*, dei canali distributivi, aree geografiche, tipologie di clienti, prodotti, servizi e/o *brand* al raggiungimento degli obiettivi stabiliti (si veda al riguardo il paragrafo 1.4.2.).

Devono inoltre essere indicate tutte le **ipotesi** relative ai *key value driver* e ai principali dati previsionali, ovvero i criteri attraverso cui, partendo dalle intenzioni strategiche e dall'*Action Plan*, la società è arrivata a definire, sulla base di un metodo rappresentativo della logica economica aziendale (aspetto che verrà trattato nel paragrafo 1.4.1.), gli obiettivi quantitativi che intende raggiungere negli esercizi successivi.

In sintesi, un piano industriale deve indicare:

- ipotesi di fondo riguardanti grandezze macroeconomiche (tasso di inflazione, tassi di cambio, ecc.);
- le ipotesi alla base dello sviluppo dei ricavi per *SBU* e per le variabili gestionali rilevanti (al riguardo, si veda la tavola n. 8 per l'analisi della domanda di mercato finalizzata all'elaborazione delle ipotesi di crescita del fatturato delle società che utilizzano un modello economico di tipo *top down*);
- le ipotesi alla base dei costi diretti per *SBU* e per le variabili gestionali rilevanti;
- le ipotesi alla base dei costi indiretti (ad esempio spese generali, costi di comunicazione, ammortamenti), degli oneri finanziari e della fiscalità;
- le ipotesi alla base dell'evoluzione del capitale investito, sia fisso sia circolante, per *SBU* e per le variabili gestionali rilevanti;
- le ipotesi alla base dell'evoluzione della struttura finanziaria e della copertura dell'eventuale fabbisogno finanziario generato dalla realizzazione dell'*Action Plan*.

La formulazione delle ipotesi rappresenta una delle fasi più importanti dell'intero processo di elaborazione dei preventivi economico-finanziari: non solo, infatti, questi ultimi assumono pieno significato solo se vengono chiariti puntualmente i presupposti alla loro base, ma la qualità delle stime elaborate dipende essenzialmente dalla fondatezza delle assunzioni fatte. L'elaborazione delle ipotesi di piano prende generalmente avvio dall'analisi dei dati storici relativi agli ultimi

tre esercizi. Al fine di giustificare l'andamento dei margini economici, di particolare importanza appaiono:

- l'esistenza di valori percentuali relativamente costanti nel tempo (ad esempio l'incidenza dei costi operativi sul fatturato), la cui variazione nell'orizzonte di piano deve essere puntualmente motivata;
- l'individuazione di trend registrati negli ultimi esercizi che proseguiranno negli esercizi successivi;
- l'esistenza di azioni destinate ad avere degli effetti significativi sui valori percentuali prospettici, come, ad esempio, investimenti effettuati che non hanno ancora espresso i loro effetti, integrazioni di società acquisite, l'ingresso di nuove risorse umane, ecc.

L'elaborazione delle ipotesi, come già accennato, dipenderà dal *Business Model* della società e dal modello economico utilizzato. Nel paragrafo 1.4.1. verranno analizzati, riportando alcuni casi concreti, il modello *bottom up*, *top down* (*demand driven*) e quello che viene tipicamente seguito dalle società che lavorano per commessa e per ognuno di essi la strutturazione delle ipotesi.

1.4. LOGICHE DI COSTRUZIONE DEL PIANO INDUSTRIALE

Dopo aver analizzato le principali componenti del piano industriale, nel presente paragrafo vengono affrontati una serie di aspetti che consentono di dare sistematicità e razionalità ad ogni piano e di rafforzare le relazioni tra le diverse sezioni. Si inizieranno ad esaminare, anche con la presentazione di alcuni casi concreti, i diversi tipi di modelli economici che possono essere seguiti al fine di identificare le principali leve direzionali alla base della formazione dei risultati economici e finanziari; ci si soffermerà poi sulle direttrici lungo le quali è avvenuto e si prevede avverrà lo sviluppo di una determinata azienda; infine, verrà dato ampio spazio alle caratteristiche che il piano industriale deve assumere a seconda dell'indirizzo di fondo che il management ha previsto in tema di creazione del valore.

1.4.1. Modello economico: analisi di alcuni casi concreti

I diversi settori, cui le imprese appartengono, presentano logiche economiche specifiche e spesso assai differenti, con peculiarità che cambiano profondamente da un business all'altro. Per stimare correttamente le prospettive economico-

finanziarie di un piano diventa fondamentale, come affermato nel paragrafo precedente, elaborare un **modello economico** (ossia un metodo rappresentativo della logica economica dell'impresa) che consenta l'identificazione delle principali leve direzionali che concorrono a determinare il profilo reddituale, patrimoniale e finanziario dell'azienda. Più in particolare il modello economico, all'interno del prescelto indirizzo strategico, dovrebbe focalizzarsi sulla gestione caratteristica aziendale, mentre per le gestioni finanziaria, straordinaria e fiscale possono essere adottate ipotesi semplificatrici.

Nell'espone il proprio modello economico la società quotanda trae molteplici vantaggi, tra i quali la possibilità di migliorare in maniera consistente la qualità dell'analisi della redditività e della dinamica finanziaria aziendale. Inoltre, non è affatto da trascurare la possibilità di individuare le leve gestionali (crescita, soddisfazione dei clienti, innovazione di prodotto, controllo dei rendimenti produttivi, pieno utilizzo della capacità produttiva e così via) che più incidono sulla redditività e sulla crescita, ossia sulle determinanti prime del valore aziendale (cosiddetti *key value driver*) e sugli indicatori operativi, o determinanti ultime, in grado di misurarne l'andamento (cosiddetti *key performance indicator*, KPI).

L'individuazione dei KPI consente, come meglio dettagliato nella "Guida al Sistema di Controllo di Gestione", di tradurre in termini operativi le intenzioni strategiche sviluppate nel piano industriale: il miglioramento della redditività operativa legato al contestuale miglioramento della capacità di innovare dell'impresa si traduce, ad esempio, in una serie di parametri che devono essere soddisfatti durante l'introduzione e il lancio di nuovi prodotti e nella quota di fatturato che grazie ad essi deve essere raggiunta, elementi facilmente controllabili dal management e che dunque consentono di procedere a previsioni più fondate. Non solo, i KPI rappresentano anche un ottimo strumento di monitoraggio dell'avanzamento del piano industriale dal momento che consentono di rilevare tempestivamente eventuali scostamenti rispetto agli andamenti programmati.

Allo scopo di mettere in luce come il modello economico sia essenziale per cogliere le specificità di ogni impresa con riguardo alla formazione dei risultati economici e finanziari, vengono sviluppati, di seguito, alcuni esempi. Ci si focalizzerà su tre casi: quello delle società operanti nel settore della grande distribuzione, quello delle società che lavorano su commessa e quello delle società che producono "in serie" per il magazzino.

Per le **società operanti nella grande distribuzione** si riscontra il prevalente utilizzo di un modello economico di tipo *bottom up*¹⁴, con un'analisi consuntiva e prospettica dei risultati reddituali e finanziari incentrata sull'andamento dei punti di vendita e sulla loro capacità di generare un margine che consenta di coprire i costi della struttura centrale. Il metodo di rappresentazione della logica economica, e conseguentemente l'articolazione delle ipotesi, dovrebbe pertanto partire, da un lato, dal risultato della rete di negozi e dai possibili percorsi che ne assicurano un miglioramento, dall'altro, dalla produttività dei costi di sede e dalle leve per il suo incremento. In particolare, l'attenzione al risultato di negozio implica:

- l'analisi del margine commerciale, legato a fattori quali la politica di prezzo, il mix di vendita, la politica degli sconti, la selezione dei fornitori;
- l'analisi della resa, ossia del fatturato per metro quadro/lineare, che si collega a variabili quali l'ubicazione dei punti di vendita, le loro caratteristiche, la loro attrattività relativa, le azioni di *merchandising*, il livello di servizio assicurato al cliente, l'ampiezza della gamma;
- l'analisi dell'incidenza dei costi fissi di gestione del punto di vendita, correlati alla struttura della filiale, al presidio (metri quadri per dipendente), all'affitto negoziato, alle politiche di selezione e gestione del personale e così via.

Quanto ai processi di crescita delle imprese che operano in questo settore, si tratta di distinguere la crescita a parità di rete (cosiddetta *like for like*) e la crescita a seguito dell'apertura di nuovi punti vendita. La prima è frutto della progressiva messa a regime dei punti vendita o della accresciuta competitività della *value proposition*. La seconda è espressiva della crescita strutturale dell'impresa e comporta quindi molteplici investimenti: la sua analisi è incentrata sull'espansione dei metri quadri/lineari di vendita, sull'andamento dei margini, sull'evoluzione del capitale circolante e dei flussi di cassa per metro quadro/lineare e sul rispetto dei tempi di messa a regime dei negozi.

Nel caso di una **società che lavori su commessa**, la prassi seguita dalle società del settore porta ad una costruzione del piano industriale basata sull'analisi del portafoglio commesse acquisite e sullo sviluppo di ipotesi relative alla sua alimentazione.

¹⁴ Il modello *bottom up* è applicabile in linea generale alle società che vendono al cliente finale attraverso propri punti di vendita e a quelle che pianificano le proprie vendite sulla base del portafoglio clienti (o del database di clienti effettivi e potenziali), dell'ARPU ed eventualmente del coefficiente di successo delle "tentate vendite" dei propri venditori.

Per le commesse acquisite, già parzialmente eseguite o da iniziare, tipicamente oggetto di preventivi *ad hoc*, è possibile elaborare, per gli esercizi di piano, una previsione di ricavi, costi, margini e investimenti caratterizzata da una elevata visibilità.

Quanto alle commesse non ancora in portafoglio, occorre formulare chiare ipotesi circa il numero, le caratteristiche, la scansione temporale e il valore di quelle che potrebbero essere acquisite e realizzate nel periodo di piano. A tal fine è particolarmente utile, da un lato, l'analisi del processo di acquisizione delle commesse sperimentato dall'azienda, del suo *track record* passato e della sua maggiore o minore competitività a fronte delle diverse tipologie di commesse che potrebbero manifestarsi; dall'altro, l'analisi del mercato, in modo da stimare sia l'ammontare delle commesse che potrebbero essere appaltate nel mercato di riferimento della società, sia le caratteristiche delle possibili società aggiudicatarie.

In sintesi l'articolazione del piano di acquisizioni si basa su:

- i piani di investimento di Enti governativi, altri Enti pubblici, soggetti privati, società di interesse pubblico delle singole aree geografiche di interesse della quotanda;
- l'individuazione dei progetti che risultano interessanti per importo, tipologia e complessità operativa;
- la valutazione dei costi, delle risorse finanziarie recuperabili e della disponibilità di risorse umane;
- la valutazione dei tempi necessari per l'aggiudicazione e lo sviluppo delle diverse commesse;
- la tipologia dei rapporti commerciali con partner abituali;
- trend storici del coefficiente di successo (percentuale di gare vinte sul totale partecipate) per le diverse tipologie di commesse.

A seguito di tale analisi, vengono individuate le commesse che verranno inserite tra le nuove acquisizioni previste nel piano, per un importo che potrà essere pari al valore totale della commessa o ad un valore inferiore nel caso di utilizzo di un coefficiente di partecipazione¹⁵.

¹⁵ Una volta individuate le commesse da inserire nel piano industriale, lo stesso deve essere articolato per SBU, tipologia di commessa e area geografica.

Naturalmente la previsione relativa alle caratteristiche delle commesse influenzerà anche la stima dei possibili margini e degli investimenti necessari in capitale fisso e circolante. Infine, dovranno essere specificate le ipotesi relative alla gestione dei *claim*, ai contratti di assicurazione (anche con riguardo alle commesse da realizzare in Paesi in via di sviluppo), all'evoluzione della struttura dei costi fissi e, in particolare, degli ammortamenti e delle spese di struttura.

Ancora diverso è il caso di una **società che produce “in serie” per il magazzino** (ad esempio società che producono *commodity*, beni di largo consumo, semiconduttori, microcomponenti elettronici, articoli sportivi, ecc.). La logica normalmente utilizzata nella strutturazione del piano in situazioni simili è di tipo *top down* e si fonda su assunzioni e convincimenti (eventualmente avallati da previsioni rilasciate da istituti di ricerca accreditati) che il management ha maturato circa l'andamento della domanda di mercato dei prodotti e/o servizi. Questo è sicuramente il passaggio più delicato: occorre prestare la massima attenzione nel circoscrivere il reale mercato di riferimento per l'azienda sulla base di variabili quali l'area geografica, la tipologia di clienti, il tipo di prodotto/servizio e i canali distributivi (si veda la tavola n. 8). Se questa fase viene svolta in maniera imprecisa si rischia di ottenere dati previsionali totalmente inattendibili.

	t - 3	t - 2	t - 1	t	t + 1	t + 2	CAGR (t - 3) - (t - 1)	CAGR (t - 1) - (t + 2)
Asa 1								
Italia gdo normal trade								
UE gdo normal trade								
USA gdo normal trade								
Asa 2								
Italia gdo e-commerce								
UE gdo e-commerce								
USA gdo e-commerce								
Asa n								
...								

Fonte: QMAT - tavola n. 55

TAVOLA 8: Analisi della domanda - Dimensione e trend

Il successivo passaggio consiste nella definizione delle ipotesi riguardanti le quote di mercato che l'azienda intende raggiungere per ogni linea di prodotto/servizio nell'orizzonte di piano: quanto più esse differiscono da quelle storiche, tanto più sarà necessario spiegare le modalità con cui si raggiungeranno tali obiettivi e si sottrarranno quote di mercato ai concorrenti (*track record* di crescita a tassi maggiori di quelli del mercato, particolari fattori critici di successo che determinano vantaggi competitivi, ecc.).

Quanto detto risulta propedeutico a stimare il fatturato per ogni principale tipologia di prodotto/servizio, che dovrà essere ulteriormente ripartito per tipologia di cliente, area geografica e canale distributivo.

Per quanto riguarda i costi, quelli correlati alla produzione sono in genere stimati sulla base dei costi standard (materie prime, manodopera, servizi), illustrando le ragioni di eventuali scostamenti in termini di incidenza storica sul fatturato. I costi distributivi, se possibile, dovrebbero essere determinati singolarmente: quelli dei venditori e degli agenti sulla base del numero di risorse che saranno utilizzate (spiegando la relazione esistente tra numero di risorse necessarie, numero di clienti e fatturato da realizzare) e della retribuzione fissa e variabile (specificando i parametri cui quest'ultima è legata); quelli promozionali e pubblicitari sulla base delle iniziative che si prevede di realizzare; i costi della struttura commerciale sulla base delle *facility* di cui l'azienda si avvarrà (strutture centrali, filiali commerciali, ecc.). I costi logistici, se il sistema di controllo di gestione lo consente, dovrebbero essere calcolati distinguendo quelli relativi al personale (specificando il numero di risorse e il profilo retributivo medio) e alle strutture utilizzate (magazzini, mezzi di trasporto, software di gestione, ecc.).

Le voci di costo stimate dovranno poi essere suddivise, per quanto possibile (in ogni caso almeno i costi diretti), per *SBU*, tipologia di prodotto, servizio e/o *brand*, canali distributivi, tipologia di cliente e aree geografiche, in modo da poter determinare i relativi margini prospettici.

1.4.2. Le diverse direttrici di analisi

La descrizione della logica di costruzione del piano industriale non può prescindere dall'evidenziazione delle direttrici lungo le quali è avvenuto e si prevede avverrà lo sviluppo della società. Tali direttrici rappresentano infatti la base per un'analisi accurata delle performance realizzate e attese e, in particolare, dell'andamento dei principali dati competitivi, reddituali, patrimoniali e finanziari.

Le *SBU* sono solo il primo livello di disaggregazione delle performance competitive ed economico-finanziarie conseguite dall'impresa, cui deve fare seguito un'ulteriore suddivisione in base alle variabili che meglio rappresentano gli obiettivi di crescita e il modo in cui il management formula le strategie.

Tali variabili possono essere: la tipologia di clienti serviti; i canali distributivi di cui l'impresa si avvale; l'ambito geografico (che può essere rappresentato tanto per Paesi, quanto per aree geografiche, purché la scelta sia coerente con la strategia adottata dalla società); le diverse linee di prodotto, servizi e/o *brand* venduti. Quindi, una volta individuate ed esplicitate le variabili rilevanti, è necessario che il fatturato, le quote di mercato, i margini (al lordo dei costi di struttura), il capitale investito, sia fisso sia circolante, e gli investimenti siano disaggregati anche in base ad esse (oltre che per *SBU*).

Senza un simile livello di dettaglio risulterebbe difficile analizzare le reali fonti di creazione di valore: si immagini, ad esempio, una società che ipotizzi un incremento della redditività collegato ad una variazione del mix di clientela. In assenza di un'analisi disaggregata dell'evoluzione del fatturato per categoria di cliente, sarebbe impossibile ricollegare l'aumento della redditività al rispettivo *driver* e, quindi, giustificarlo.

Una volta individuate le direttrici di analisi, è necessario che anche tutte le ipotesi alla base del piano seguano la stessa articolazione.

Infine, risulta utile ricordare che tale impostazione consente di valutare in maniera analitica anche il livello di visibilità dei dati previsionali riportati nel piano industriale¹⁶.

¹⁶ Cfr. *supra* paragrafo 1.2., punto III).

SBU	TIPOLOGIA DI CLIENTI	CANALI DISTRIBUTIVI	AREE GEOGRAFICHE	LINEE DI PRODOTTO /SERVIZI
SBU 1	GRUPPO CLIENTI 1	CANALE 1	AREA 1	PRODOTTO 1
	GRUPPO CLIENTI 2	CANALE 2	AREA 2	PRODOTTO 2
	GRUPPO CLIENTI 3	CANALE 3	AREA 3	PRODOTTO 3
SBU 2	GRUPPO CLIENTI 1	CANALE 1	AREA 1	PRODOTTO 1
	GRUPPO CLIENTI 2	CANALE 2	AREA 2	PRODOTTO 2
	GRUPPO CLIENTI 3	CANALE 3	AREA 3	PRODOTTO 3
SBU 3	GRUPPO CLIENTI 1	CANALE 1	AREA 1	PRODOTTO 1
	GRUPPO CLIENTI 2	CANALE 2	AREA 2	PRODOTTO 2
	GRUPPO CLIENTI 3	CANALE 3	AREA 3	PRODOTTO 3

Fonte: QMAT - tavola n. 4

TAVOLA 9: Le possibili direttrici di analisi delle performance della società quotanda

1.4.3. Indirizzi strategici e caratteristiche del piano industriale

Sempre nell'ottica di definire, da un lato, cosa sia opportuno inserire in un piano industriale e, dall'altro, il grado di approfondimento da sviluppare nella stesura dello stesso, restano da affrontare alcune riflessioni sul delicato tema del valore, che impatta sulle caratteristiche del piano industriale nella misura in cui influenza gli indirizzi strategici della società quotanda.

Il piano industriale, infatti, assume connotati diversi a seconda dell'indirizzo di fondo che il management ha previsto in tema di creazione del valore. In particolare, nel caso delle società quotande assume grande importanza non tanto l'esistenza di uno *spread* positivo tra *ROCE* (al netto delle tasse) e *WACC*, quanto piuttosto l'analisi e l'esplicitazione dei *key value driver* attraverso cui si intende ottenere un incremento del valore creato (*EVA*[®]), rappresentando proprio quest'ultimo l'attesa che il mercato rivolge alle società quotate. Per tale ragione, il piano dovrà contenere la descrizione delle scelte strategiche che rendono possibile (singolarmente o congiuntamente) l'incremento del valore (si veda la tavola n. 10), ovvero la **crescita e l'incremento dello *spread*** (agendo sui **costi**, e quindi sul **ROS**, sul **capitale investito** e sul **costo del capitale impiegato** - *WACC* -).

Una prima situazione possibile è quella di una società quotanda che punta ad un incremento del valore tramite un aumento dell'EVA® a parità di dimensione (fatturato), ossia il caso di **incremento dello spread**. Il piano industriale dovrà pertanto illustrare le azioni che consentono di raggiungere tale obiettivo, ovvero dovrà descrivere gli interventi previsti sui **costi**, sul **capitale investito** e sul costo del **capitale impiegato**.

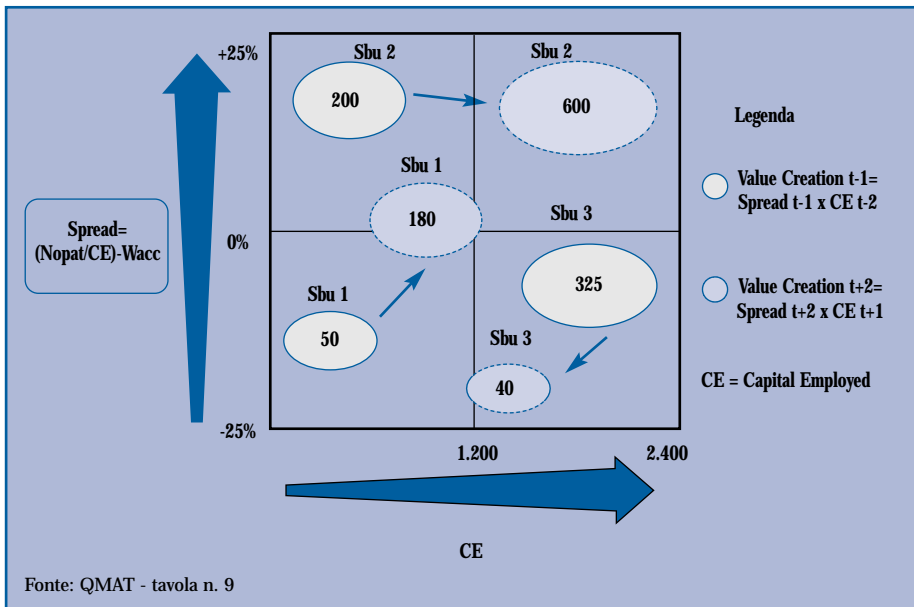


TAVOLA 10: La creazione del valore

Con riferimento ai **costi**¹⁷ diventa fondamentale descrivere nel piano le aree di intervento, identificando le azioni destinate a incidere sul loro ammontare e sul previsto andamento senza alterare il livello di servizio offerto ai clienti. All'interno delle **SBU** interessate, il piano dovrà precisare se e in che misura le azioni impatteranno sulla struttura dei costi fissi piuttosto che su quella dei costi variabili. Gli interventi potrebbero incidere sul grado di integrazione verticale, sulle tecnologie di processo, sull'ampiezza della gamma di prodotti e/o servizi offerti ai clienti, sulle economie di scala e di esperienza, sull'incentivazione

¹⁷ Shank, J. K., e Govindarajan, V., *La gestione strategica dei costi. Contabilità direzionale e vantaggio competitivo*, Milano, *Il Sole 24 Ore*, 1996.

della forza lavoro, sull'utilizzo della capacità produttiva, sulla reingegnerizzazione dei processi, sulla disposizione degli impianti, sulla configurazione del prodotto e sullo sfruttamento dei collegamenti con i fornitori o clienti lungo la catena del valore.

Con riferimento a interventi di riduzione del **capitale investito**, il piano dovrà fornire indicazioni relative alle leve che il management intende attivare, quali ad esempio: la riduzione del grado di integrazione verticale; mutamenti nelle tecnologie adottate, da cui dipendono diversi livelli di produttività degli impianti; politiche di *outsourcing* di alcune fasi del *Business Model*; interventi sui processi gestionali che consentano di ridurre il capitale circolante (particolare approfondimento meritano le azioni volte a migliorare la gestione del magazzino, quali la diminuzione delle scorte di sicurezza, lo smaltimento degli invenduti, la razionalizzazione dei codici prodotto, ecc.).

Relativamente agli interventi di **riduzione del costo del capitale impiegato** (*WACC*), il piano industriale dovrà focalizzarsi sulle ipotesi di modifica della struttura finanziaria, riportando le scelte in termini di aumento dell'indebitamento, ristrutturazione del debito, emissione di prestiti obbligazionari e politica dei dividendi.

Diverso è il caso della società che, in presenza di uno *spread* positivo, decide di incrementare il valore creato (*EVA*[®]) attraverso la **crescita accompagnata da un'invarianza o peggioramento dell'incidenza dei costi** (e quindi del *ROS*) e **della rotazione del capitale investito** (intesa come rapporto fra fatturato e capitale investito netto). A tal fine, la società deve considerare le diverse opportunità di crescita che può perseguire sia attraverso la conquista di quote di mercato all'interno e all'esterno dell'arena competitiva tradizionalmente presidiata, sia tramite la crescita del mercato di riferimento a parità di quota di mercato. Una volta individuate le alternative percorribili, identificate le risorse necessarie per realizzare la crescita (finanziarie, umane, tecnologiche, ecc.) e precisate le modalità attraverso cui reperirle, è opportuno che nel piano industriale venga indicato se la crescita si baserà:

- sull'acquisizione di nuovi clienti;
- attraverso l'ampliamento della gamma di prodotti, servizi e/o *brand*;
- entrando in altre aree geografiche;
- utilizzando nuovi canali distributivi.

Tali scelte strategiche dovranno poi essere declinate in azioni realizzative precise, stabilendo per ciascuna di esse gli investimenti correlati, la tempistica, i manager responsabili, le condizioni/vincoli e l'impatto economico-finanziario.

Ad esempio, nel caso in cui la società si proponga di allargare ovvero modificare il proprio portafoglio prodotti/servizi/brand, è necessario indicare chiaramente nel piano industriale gli obiettivi in termini di volumi, prezzi e numero di clienti target e le azioni già intraprese o da intraprendere per il raggiungimento di tali risultati. L'introduzione di nuovi prodotti/servizi/brand sui segmenti tradizionalmente presidiati dalla società può talvolta comportare una cannibalizzazione dei prodotti esistenti di cui deve essere stimato l'effetto. Per quanto concerne le aree geografiche, si dovrà porre molta attenzione ai tempi entro cui si prevede di entrare in nuove aree ovvero aumentare la penetrazione in quelle esistenti. In particolare, dovranno essere illustrati gli eventuali accordi di *joint venture* e/o di *partnership* commerciali, lo stato di avanzamento dei piani per l'apertura di nuove filiali commerciali/negozi e per il reperimento di agenti commerciali e venditori (specificando le relative modalità di incentivazione).

Sebbene possa esistere complementarità e sovrapposizione tra le direttrici di sviluppo sopra indicate, è opportuno che per ciascuna di essa l'azienda compia ragionamenti distinti per poi cogliere le eventuali sinergie.

Una società quotanda può trovarsi, infine, nelle condizioni di incrementare il valore attraverso **percorsi di crescita accompagnati da un miglioramento dello spread**. In tale circostanza il piano industriale dovrà contenere gli elementi suddetti, variamente combinati.

1.5. ANALISI DI SENSITIVITÀ

Come descritto in precedenza, il processo di pianificazione che porta alla costruzione di un piano industriale si basa su una serie di assunzioni e quindi per sua natura si svolge in condizioni di incertezza. È buona regola, dunque, presentare un'analisi di sensitività rispetto alle principali variabili qualitative e quantitative, che possono incidere in maniera sostanziale sulla creazione di valore, ipotizzando scenari diversi cui dovrebbero essere associati dei tassi di probabilità. In concreto, sarebbe auspicabile incentrare l'analisi di sensitività sui principali *key value driver*, sulle più significative variabili esterne di settore¹⁸, sulle azioni realizzative maggiormente rilevanti e sull'eventuale integrazione delle società recentemente acquisite.

¹⁸ Andamento della domanda, reazione dei competitor, modifiche legislative, innovazioni tecnologiche, interventi di organismi antitrust, ecc.

Considerato che le proiezioni contenute nei piani industriali sono di regola legate allo scenario più verosimile, 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 (ad esempio fatturato, margine operativo, utile netto, posizione finanziaria netta, investimenti). Le simulazioni fatte dovranno essere supportate da ipotesi dettagliate e giustificabili e i risultati dovranno essere comparabili in termini di parametri/indici utilizzati.

Nel caso in cui la logica sottostante il piano industriale sia di tipo *top down*, è opportuno effettuare un'analisi di tipo *what if* rispetto all'andamento della domanda di mercato, alle quote di mercato potenzialmente raggiungibili dalla società e all'incidenza percentuale dei principali costi operativi. Le società che seguono un approccio di tipo *bottom up* dovrebbero focalizzarsi invece su parametri gestionali quali il numero di punti di vendita di nuova apertura, il fatturato e i costi operativi per metro quadro/lineare. Infine, le aziende che operano su commessa dovrebbero concentrarsi sulle principali commesse da acquisire e in particolare sul coefficiente di successo nell'assegnazione delle commesse e sulla presunta marginalità delle stesse.

1.6. LA GESTIONE DI ASPETTI CRITICI

Nel presente paragrafo saranno affrontati alcuni aspetti che hanno una notevole rilevanza nel processo di strutturazione del piano industriale predisposto per la quotazione e che spesso sono oggetto di ampie discussioni per il loro potenziale impatto sulla gestione aziendale e sui suoi risultati.

Una prima questione assai dibattuta è se il piano industriale debba essere redatto ***pre o post-money***. Innanzitutto, occorre precisare che il piano dovrebbe contenere i riflessi economico-finanziari di tutte le intenzioni strategiche che il management intende perseguire durante l'arco temporale, fatta eccezione per le acquisizioni non ancora concluse (come sarà precisato di seguito) e per i progetti strategici non del tutto delineati, di cui cioè al momento della redazione del piano non si riescono a definire le azioni realizzative e quindi a quantificare gli *economics*. Non dovrebbero essere inclusi, invece, tra le fonti di finanziamento i proventi dell'offerta pubblica di sottoscrizione¹⁹ e, tra i costi, quelli associati al processo di quotazione.

¹⁹ Sebbene il piano industriale debba essere sempre redatto *pre-money*, è necessario ricordare, come descritto nel paragrafo 1.2., che nella valutazione della sostenibilità finanziaria è possibile considerare anche i proventi dell'IPO.

Per quanto concerne il tema delle **acquisizioni**, occorre sottolineare che il piano industriale non dovrebbe includere gli effetti delle acquisizioni non ancora concluse o non ancora oggetto di una lettera di intenti. Il piano industriale, invece, deve focalizzarsi sulle società acquisite di recente, rappresentando le scelte volte a realizzarne l'integrazione nel gruppo di riferimento. A tal riguardo, il piano deve partire dalla descrizione dei motivi alla base delle acquisizioni (scelte strategiche, ragioni fiscali, ecc.) e di come le società acquisite impatteranno in termini di creazione del vantaggio competitivo, *Business Model* e grado di integrazione verticale. Inoltre, occorrerà dettagliare le sinergie ottenibili, mantenendo un approccio conservativo (soprattutto nel caso in cui non si abbia il governo completo della società acquisita), distinguendo quelle relative ai ricavi da quelle relative ai costi. Riguardo ai primi, occorrerà evidenziare in che modo la realizzazione delle sinergie genererà un aumento del fatturato (rispetto ad una situazione pre-acquisizione). Dovranno poi essere fornite tutte le informazioni sull'ampliamento della gamma prodotti, sulla condivisione dei canali commerciali e sulla penetrazione in aree geografiche non presidiate. Lo stesso vale per i costi: per ogni voce principale dovrà essere indicato in maniera dettagliata a quanto ammonta il risparmio ottenibile nei successivi esercizi e in che modo verrà raggiunto. Particolare attenzione dovrà essere riservata alla riduzione dell'organico rispetto alle problematiche contrattuali e sindacali; per i costi delle materie prime dovranno invece essere fornite le informazioni relative all'applicazione dei listini più convenienti. Ampio spazio, inoltre, dovrà essere dato agli aspetti organizzativi relativi all'integrazione delle società acquisite.

Anche per le **dismissioni** vale lo stesso discorso: occorrerà distinguere quelle potenziali da quelle già realizzate o oggetto di una lettera d'intenti; solo gli effetti di queste ultime dovrebbero essere inclusi nel piano industriale e dovranno essere fornite, ove applicabili, gran parte delle informazioni richieste per le acquisizioni.

Il problema delle **operazioni infragruppo** si pone nel caso in cui nell'ambito del gruppo che intende quotarsi si realizzano operazioni commerciali e finanziarie tra diverse *SBU*. Infatti, come già chiarito, i dati previsionali devono essere *in primis* articolati per *SBU*, la cui individuazione dovrebbe prescindere dal substrato societario esistente ed essere supportata dalla contabilità analitica (riconciliabile con la contabilità generale²⁰ che si basa, invece, sulle società

²⁰ Nella contabilità generale le operazioni infragruppo normalmente sono contabilizzate attraverso prezzi di trasferimento che permettono la realizzazione di utili infragruppo; nell'ambito delle operazioni di consolidamento, come è noto, le transazioni in oggetto vengono eliminate anche gli utili realizzati.

presenti nel gruppo). In linea generale, nel piano industriale, se la contabilità analitica lo consente, i dati relativi ad ogni *SBU* non dovrebbero includere i ricavi e i costi generati da operazioni tra le stesse e, conseguentemente, non dovrebbero essere inseriti prospetti di raccordo tra i dati consolidati e i dati per *SBU* (riportanti la colonna a saldo “rettifiche infragruppo”). Più in dettaglio, per ogni *SBU* occorrerebbe riportare solo i ricavi realizzati verso entità esterne, prescindendo da quelli relativi a transazioni interne che non generano reale valore per gli azionisti; lo stesso vale per i costi operativi, la cui imputazione ad ogni *SBU* dovrebbe essere fatta sulla base del reale utilizzo dei fattori di produzione (materie prime, personale, servizi, costi degli impianti, ecc.)²¹ e della pertinenza ai ricavi.

L'approccio proposto, sebbene non vincolante, è il presupposto per poter stimare il valore creato da ogni *SBU*²² e si giustifica con la considerazione che il piano industriale dovrebbe essere espressione della realtà gestionale e non delle esigenze della contabilità generale (che deve gestire invece la presenza di più società con contabilità separate). Nel caso in cui la società quotanda non riesca a soddisfare tale impostazione, ferma restando la disaggregazione dei dati per *SBU*, il piano deve dettagliare:

- il tipo di operazioni tra *SBU* in esso riportate;
- le modalità di determinazione dei prezzi di trasferimento applicati;
- i prospetti di raccordo tra i dati consolidati e i dati per *SBU* (riportanti la colonna a saldo “rettifiche infragruppo”).

Altro aspetto meritevole di attenzione è l'esposizione ai **rischi di cambio**, che deve essere descritta puntualmente nel piano evidenziando le politiche di copertura e le ipotesi adottate in merito ai tassi di cambio utilizzati; in caso di mancata copertura, invece, devono essere illustrati i motivi di tale scelta. Le politiche di copertura devono essere esplicitate sia riguardo al breve termine, anche in relazione alla necessità di neutralizzare eventuali rischi intercorrenti tra la data di fatturazione e quella di pagamento, sia al medio termine. È opportuno indicare l'impatto delle variazioni dei tassi di cambio sui risultati degli ultimi esercizi, in termini di redditività sia operativa sia ante imposte, e strutturare un'analisi di sensitività (sul fatturato e sui principali margini) rispetto al potenziale andamento dei tassi di cambio, prendendo in considerazione, rispetto alle ipotesi fatte, scenari ottimistici e peggiorativi.

²¹ A titolo di esempio, nel caso di un gruppo con diverse *SBU* che vendono differenti prodotti (o brand) realizzati in un unico impianto, nella contabilità analitica sarà necessario imputare, senza prezzi di trasferimento, i costi produttivi (materie prime, personale, servizi e ammortamenti) alle diverse *SBU* in base all'effettivo utilizzo della struttura produttiva.

²² Si veda al riguardo la tavola 10.

L'**orizzonte temporale del piano** è un aspetto risolto dai Regolamenti che fanno esplicito riferimento all'esercizio in corso e ai due seguenti. Laddove la società lo ritenga opportuno è possibile estendere l'orizzonte del piano ad ulteriori esercizi: ciò risulta utile qualora sia necessario mostrare gli effetti di scelte strategiche che si realizzeranno in periodi di tempo più ampi (basti pensare alle società biotecnologiche), nel caso di piani riferiti a società *start-up* quotabili al Nuovo Mercato ovvero nel caso in cui ci siano delle *SBU* che si trovano in una fase di *start-up* o di *turnaround*. Nei business altamente stagionali e nei casi di *SBU* appena costituite o che sono state oggetto di un rilevante processo di ristrutturazione, sarebbe opportuno dare un dettaglio del budget (vale a dire del primo anno del piano industriale) trimestrale o addirittura mensile; ciò agevolerebbe immediatamente Borsa Italiana e gli altri attori coinvolti nel processo di quotazione nel confronto con i dati *actual* della quotanda relativi a periodi omogenei.

Altro criterio da rispettare nell'elaborazione dei piani industriali è l'**omogeneità** che si riflette, da un lato, nel riclassificare i dati previsionali in una forma analoga a quella utilizzata per i dati relativi agli ultimi tre esercizi²³, dall'altro, nella necessità di adottare principi contabili in linea con quelli dell'ultimo bilancio certificato.

Riguardo all'**articolazione dei prospetti** reddituali, risulta utile ricordare che i costi operativi, fissi e variabili, dovrebbero essere rappresentati in funzione delle fasi del *Business Model* cui si riferiscono. Inoltre, essi devono essere analiticamente esplicitati, fornendo lo spaccato delle voci aggregate, in modo da poter analizzare l'evoluzione delle singole voci di costo, in valore assoluto e in percentuale del fatturato.

1.7. ALCUNE REGOLE UTILI

Durante il processo di pianificazione che porta alla costruzione di un piano industriale è necessario osservare alcune regole utili che possono influire positivamente sulla sua credibilità. Di seguito vengono forniti alcuni esempi che servono anche da promemoria alla luce di quanto detto nei precedenti paragrafi.

1. Il processo di pianificazione deve essere coerente con l'approccio che il management utilizza nella conduzione dell'attività aziendale e non deve concretizzarsi in un'attività completamente estranea all'operatività quotidiana.

²³ Si ricorda che tutti i dati previsionali contenuti nel piano devono essere posti a confronto con gli analoghi dati consuntivi relativi agli ultimi tre esercizi.

Il non rispetto di questa regola basilare porta a previsioni astratte non suffragate dal reale andamento gestionale.

2. Il piano industriale deve essere sempre corredato dalle ipotesi elementari che consentono di comprendere come dalle scelte strategiche e dalle azioni realizzative pianificate si giunge ad ottenere delle previsioni quantitative. Inoltre, deve essere illustrato il modello economico utilizzato per costruire il piano industriale.
3. Le iniziative o piani di sviluppo devono essere compatibili con il quadro legislativo-giuridico-normativo.
4. Non è da sottovalutare la fattibilità finanziaria del piano industriale, ovvero la capacità di finanziare sia internamente sia esternamente tutti gli impieghi previsti.
5. Occorre coerenza tra dimensionamento e qualità dell'assetto organizzativo, da un lato, e i programmi di sviluppo presentati nel piano industriale, dall'altro.
6. Tutte le scelte riguardanti l'entrata in nuove *SBU* ovvero l'entrata in nuovi mercati geografici devono essere illustrate spiegando come l'azienda intende reperire le risorse umane, organizzative, tecnologiche e tutte le altre competenze necessarie per raggiungere tali obiettivi.
7. Occorre avere sempre presente la variabilità del ciclo di vita del prodotto, soprattutto nei settori ad alto rischio di obsolescenza dello stesso o di quelli fortemente innovativi.
8. Nell'ottica di entrata in mercati stranieri appetibili, si deve prestare una particolare attenzione alla situazione sociale-economica-politica del Paese e alle sue possibili evoluzioni che potrebbero impattare più o meno fortemente sul business della società stessa.
9. È fondamentale fare previsioni, il più realistiche possibili, di costi e investimenti probabili ma non certi (ad esempio, campagna pubblicitaria per il lancio di un nuovo prodotto, ricorso ad agenzie di selezione del personale, ecc.).
10. Nel caso di realtà industriali-produttive occorre tenere conto di manutenzioni speciali, i cui costi possono gravare pesantemente sul conto economico.

11. Devono essere considerate tutte le componenti relative sia alla gestione ordinaria sia a quella straordinaria, che a volte vengono ritenute di importanza marginale, ma che invece possono avere impatti non trascurabili dal punto di vista economico-finanziario (ad esempio, bisogna considerare tutti i costi di *start-up* di investimenti per i quali si richiedono permessi, licenze o anche tempi di realizzazione burocraticamente lunghi e che modificano significativamente le proiezioni dei *cash flow*).

2. LA STRUTTURAZIONE DEL PIANO INDUSTRIALE: UNO SCHEMA STANDARD

Il precedente capitolo si è soffermato sui contenuti di un piano industriale redatto ai fini della quotazione in Borsa. Di seguito, per agevolare il compito delle società quotande, degli *advisor* e degli Sponsor, verrà fornito uno schema standard di riferimento che riflette quanto detto nel primo capitolo. Tale sforzo è stato compiuto nella piena consapevolezza che qualsiasi tentativo si sarebbe scontrato con specificità aziendali e di settore; conseguentemente, i punti dello schema sono stati circoscritti a quelli potenzialmente applicabili ad ogni fattispecie, tenuto anche conto degli esempi relativi alle società quotate negli ultimi cinque anni, in modo da creare un “livello minimo” che dovrà poi essere “verticalizzato” per ogni azienda.

Lo schema standard, anche nella versione proposta, non deve essere considerato vincolante; eventuali diverse strutturazioni, adottate al fine di una migliore rappresentazione della realtà gestionale e dell’approccio seguito dal management per condurre l’attività aziendale, possono essere utilizzate, fornendo un’illustrazione dei motivi che hanno portato a tali soluzioni. In ogni caso non si potrà comunque prescindere dal fornire il contenuto minimo richiesto dai Regolamenti.

Di seguito viene riportato lo schema standard proposto:

1. Executive Summary

- 1.1. Il progetto strategico proposto
- 1.2. Le principali azioni realizzative
- 1.3. Sintesi dei principali dati finanziari attesi

2. La strategia realizzata

- 2.1. La strategia competitiva *corporate*

- 2.2. La strategia competitiva delle singole *SBU*
- 2.3. Evoluzione dei principali dati finanziari storici per *SBU*

3. Le intenzioni strategiche

- 3.1. Necessità e opportunità di un rinnovamento strategico
- 3.2. Le intenzioni strategiche a livello *corporate*
- 3.3. Le intenzioni strategiche a livello di *SBU*

4. L'Action Plan

- 4.1. Azioni, tempistica, manager responsabili
- 4.2. Impatto economico-finanziario delle azioni
- 4.3. Investimenti e modalità di finanziamento
- 4.4. Impatto organizzativo
- 4.5. Condizioni e vincoli all'implementazione

5. Le ipotesi e i dati finanziari prospettici

- 5.1. Modello economico
- 5.2. Le ipotesi alla base delle previsioni economico-patrimoniali-finanziarie
- 5.3. I dati previsionali a confronto con i dati storici
- 5.4. Le direttrici di analisi dei risultati gestionali
- 5.5. Andamento dei *key value driver*
- 5.6. Analisi di sensitività
- 5.7. Aspetti critici da evidenziare

Tutti i punti presenti nello schema standard sono stati ampiamente illustrati nel primo capitolo, cui si rinvia, ad eccezione dell'**Executive Summary**. In tale sezione dovrebbero essere brevemente presentati il progetto strategico, le linee guida dell'*Action Plan* e i principali risultati attesi (si veda a titolo di esempio la tavola 11 riguardante una società municipalizzata). Lo scopo è quello di dare una *overview* del contenuto del piano che sarà dettagliato nei successivi punti. In particolare, del progetto strategico devono essere segnalati gli elementi più caratterizzanti e distintivi che ne determinano la validità prospettica. Quanto alle azioni realizzative, si tratta di enunciare in termini sintetici le principali direttrici d'azione tramite le quali si intende dare attuazione al progetto strategico: a titolo di esempio, potranno essere indicate le logiche di investimento, le eventuali azioni finalizzate all'ampliamento del portafoglio *SBU*, le leve per razionalizzare il capitale investito e così via. Infine, per quanto riguarda la presentazione dei risultati attesi, è necessario indicare la probabile evoluzione dei principali indicatori di performance, quando possibile espressi non solo in termini economici (o di valore), ma anche competitivi.

IL PROGETTO STRATEGICO PROPOSTO

CRESCITA
NEL CORE
BUSINESS

Crescita nella produzione di energia elettrica e nella vendita di energia elettrica e gas, trasformandosi da operatore prevalentemente locale a operatore nazionale

LE PRINCIPALI AZIONI REALIZZATIVE

- **Generazione:**
 - Repowering delle centrali A e D (Capex 115 mln €)
 - Nuovi cicli combinati (Capex 600 mln €)
- **Vendita di energia elettrica e di gas:**
 - Commercializzazione di parte dell'energia prodotta da Eurogen
 - Disponibilità gas addizionale tramite partecipazione al consorzio d'acquisto Everest

SINTESI DEI PRINCIPALI DATI FINANZIARI ATTESI (mln €)

	2002A	2003E	2004E	2005E
Ricavi	1.050	1.282	1.794	2.105
Ebitda	241	295	413	505
Ebit	136	166	233	295
Utile netto	84	109	143	168
Capite investito netto	1.890	2.106	2.410	2.650
Posizione finanziaria netta	813	1.011	1.325	1.510

TAVOLA 11: Executive Summary

3. LA DUE DILIGENCE: AREE DI ANALISI E FASI DEL PROCESSO

Il presente capitolo affronta il tema delle verifiche da condursi sul piano industriale predisposto dall'emittente; verranno evidenziati, sulla base dell'esperienza maturata da Borsa Italiana nel corso degli ultimi anni, alcuni esempi di possibili attività dello Sponsor nell'ambito della *due diligence* complessiva sulla società quotanda. Vengono proposte tre aree di analisi focalizzate rispettivamente su:

- i requisiti di un piano industriale;
- la sostenibilità organizzativa del piano;
- lo schema standard proposto da Borsa Italiana per la costruzione del piano industriale.

I requisiti di un piano industriale sono stati già trattati nel capitolo 1; il successivo paragrafo si focalizzerà, invece, sul processo di analisi che potrebbe essere utile seguire per accertarne la presenza. Inoltre, verranno illustrati alcuni esempi di piani industriali privi dei requisiti, di cui saranno evidenziati i rischi.

Il tema della sostenibilità organizzativa, sebbene strettamente attinente a quello dei requisiti (e in particolare ai requisiti di coerenza e sostenibilità finanziaria), verrà trattato separatamente, vista la sua specificità.

Infine, verrà delineata la rilevanza che Borsa Italiana attribuisce allo schema standard presentato in precedenza.

3.1. ANALISI DEI REQUISITI

Le verifiche sul piano industriale dovrebbero partire dall'analisi dei requisiti illustrati nel capitolo 1, vale a dire la sostenibilità finanziaria, la coerenza e l'attendibilità.

D) Sostenibilità finanziaria

L'analisi della sostenibilità finanziaria di un piano industriale parte dalla corretta stima dei flussi di cassa ipotizzati dall'emittente e dall'adeguata copertura di questi ultimi con fonti di finanziamento sicure. L'obiettivo finale è verificare che, nel loro complesso, le dinamiche finanziarie supportino il raggiungimento degli obiettivi strategici previsti dal piano.

Per un'attenta stima dei flussi di cassa, con particolare riguardo agli *outflow* previsti, assumono rilevanza i *cash flow* generati dalle *operation* e quelli assorbiti dagli investimenti.

A tal fine, potrebbe essere utile valutare, anche attraverso un'analisi di sensitività, l'evoluzione dei fabbisogni di capitale circolante rispetto alle previsioni di vendita, alle condizioni riservate ai clienti e ottenute dai fornitori, ai cambiamenti dell'assetto logistico e alle variazioni del mix di canali di vendita e del portafoglio prodotti/servizi. Ad esempio, laddove la società presentasse degli obiettivi ambiziosi di crescita del fatturato in mercati stabili caratterizzati da forte competizione, sarebbe opportuno considerare l'evoluzione delle dilazioni di pagamento concesse ai clienti, che potrebbero, da un lato, diventare uno strumento essenziale per competere (e, quindi, per guadagnare quote di mercato), ma, dall'altro, influire negativamente sui *free cash flow*.

Riguardo agli investimenti (tecnologici, di marketing, organizzativi, ecc.), invece, potranno avere particolare importanza gli ammontari stanziati, la manifestazione

temporale dei flussi finanziari, l'impatto di agevolazioni e i contratti di leasing operativi e finanziari esistenti.

Dopo l'analisi dei flussi di cassa, è utile che sia verificato, così come indicato nel paragrafo 1.2., punto I), da un lato, se esiste un equilibrio tra tipologia di fonti ed impieghi, dall'altro, la ragionevole reperibilità delle fonti di finanziamento previste dall'emittente.

È opportuno prestare particolare attenzione ai piani industriali che prevedono ulteriori ricorsi al mercato azionario nel corso dei tre esercizi prospettici per finanziare gli investimenti previsti, in quanto l'esperienza di questi ultimi anni ha dimostrato che si tratta di scelte di difficile realizzazione.

Se il piano industriale contempla invece un notevole utilizzo del credito bancario, sarà importante che la società quotanda abbia valutato attentamente la propria capacità di indebitamento e il proprio "merito creditizio".

È necessario, inoltre, che operazioni complesse, poco chiare e che risultino scarsamente attinenti allo sviluppo dell'azienda, siano attentamente vagliate al fine di comprenderne gli obiettivi e i possibili impatti.

Infine, un'altra area della *due diligence* dovrebbe essere costituita dall'analisi delle relazioni finanziarie infragruppo con società collegate e partecipate. Ad esempio, gli ammontari che l'azienda si è impegnata a garantire, la riconducibilità al disegno strategico, il *timing* dei pagamenti e il potenziale impatto sulla situazione finanziaria dovranno essere compatibili con lo status di società quotata (e quindi con gli obiettivi di creazione di valore per tutti gli azionisti).

II) Coerenza

Come già visto in precedenza, la coerenza è un requisito del piano industriale da considerare in una duplice dimensione: quella "interna" (allineamento esistente tra le diverse componenti del piano) e quella riguardante la realizzabilità dell'*Action Plan*.

Come già anticipato, nel paragrafo 3.2. "Sostenibilità organizzativa" verrà ripreso il tema dell'analisi della "coerenza organizzativa" del piano al fine di valutare la coerenza tra intenzioni strategiche e precise azioni organizzative e, quindi, se il quadro organizzativo e la struttura del *Business Model* supportano gli obiettivi strategici.

Coerenza “interna” del piano industriale

L'attività di *due diligence* si svolge in un contesto in cui è importante che strategia realizzata, intenzioni strategiche, piano di azione, ipotesi e, infine, dati previsionali siano tra loro allineati.

Problemi di coerenza potrebbero verificarsi, innanzitutto, laddove l'*Action Plan* risulti disallineato rispetto alle intenzioni strategiche ovvero nei casi in cui a precise intenzioni strategiche non corrispondano correlate azioni (investimenti, reperimento di risorse, modifiche organizzative, ecc.).

Altra situazione critica potrebbe aversi con un piano che presentasse delle intenzioni strategiche e un *Action Plan* coerenti, senza tuttavia un adeguato riflesso nelle ipotesi e nei dati previsionali. Potenziali rischi potrebbero sorgere se un piano prevedesse di realizzare una forte crescita del fatturato di alcuni prodotti in tempi brevi, attraverso un potenziamento delle attività promozionali e pubblicitarie, senza mostrare un'adeguata crescita delle spese di marketing.

Nei casi in questione è opportuno effettuare i necessari aggiustamenti al piano industriale, al fine di ristabilire la congruenza tra le diverse parti dello stesso.

Realizzabilità dell'Action Plan

Un altro aspetto che può influenzare la coerenza di un piano industriale è la realizzabilità dell'*Action Plan* rispetto alle risorse attuali e prospettiche di cui l'azienda dispone e si doterà (si veda al riguardo il paragrafo 3.2. per ulteriori approfondimenti), alla tempistica proposta e ad eventuali condizioni e vincoli.

Per le società che lavorano su commessa, ad esempio, il piano potrebbe prevedere la realizzazione delle commesse acquisite in tempi troppo brevi per poi essere rispettati. Altri casi di *Action Plan* di dubbia realizzazione secondo la tempistica ipotizzata sono individuabili in quei piani industriali basati sullo sfruttamento di un patrimonio di risorse e competenze distintive non ancora posseduto o sul raggiungimento di consistenti performance, in lassi temporali ristretti, in nuove ASA o in nuove aree geografiche: i tempi lunghi che in genere sono necessari per la realizzazione di tali opzioni rendono improbabili risultati di rilievo in poco tempo. La situazione appena descritta è stata talvolta riscontrata per società distributrici nel settore dell'*Information & Communication Technology* che mirano ad incrementare in tempi brevi il fatturato derivante

dalla fornitura di servizi “a valore aggiunto” ai propri clienti, sottovalutando la necessità di dotarsi di un adeguato numero di risorse umane qualificate, di capacità progettuale e di *knowledge management*.

Infine, i piani industriali che prevedono una forte penetrazione in nuove aree geografiche possono portare a forti rischi di implementazione laddove non venga dimostrato che la realizzazione di tali scelte strategiche sia affidata a dei manager che presentano nei rispettivi *curricula* esperienze simili.

III) Attendibilità

L'attendibilità del piano industriale, come già indicato nel primo capitolo, dovrebbe essere analizzata rispetto ad una serie di dimensioni attinenti al contesto competitivo, ai risultati storici, alla visibilità e all'analisi di sensitività.

Laddove si riscontrino elementi che possano minare l'attendibilità del piano, sarà importante confrontarsi su tali aspetti con il top management della società.

Di seguito verrà analizzato il modello proposto per la verifica dell'attendibilità, riportando, tra l'altro, alcuni casi esemplificativi di situazioni che possono far sorgere dei rischi.

Compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo

Il primo elemento di attendibilità di un piano industriale è la credibilità dei suoi contenuti rispetto alle caratteristiche ed evoluzioni del settore di appartenenza. Per un'analisi di questo aspetto si può considerare il contenuto qualitativo e quantitativo del terzo capitolo del QMAT (documento che, come già precisato in precedenza, deve essere considerato parte integrante del piano industriale) e verificare, in chiave critica, che le dinamiche competitive e il contesto normativo e tecnologico non impattino negativamente sull'attendibilità delle intenzioni strategiche, dell'*Action Plan*, delle ipotesi e dei dati previsionali.

Una possibile situazione critica riguarda la sovrastima della domanda di mercato - che porta a previsioni di fatturato a volte poco attendibili - causata da un'erronea individuazione dell'ambito competitivo di riferimento per l'azienda (ciò è stato talvolta riscontrato per società appartenenti al settore dell'*Information & Communication Technology*). Come già evidenziato in precedenza e nel QMAT (tavola n. 55), al fine di giungere ad una stima significativa, il mercato di riferi-

mento per un'impresa dovrà essere circoscritto, per quanto possibile, in relazione alle variabili gestionali per essa rilevanti: prodotto, canale, cliente e area geografica.

Altro caso problematico può riguardare società che basano le proprie strategie di crescita sul lancio di nuovi prodotti, servizi e/o *brand* che, però, sono in contrasto con le tendenze in atto nei bisogni dei consumatori (*consumer need* e *buying factor*). In questa situazione è auspicabile che le intenzioni strategiche siano ben supportate da uno studio accurato dei clienti target e quindi, ad esempio, da ricerche di mercato e da eventuali trend già in atto in mercati esteri.

Altre potenziali criticità possono sorgere se la società non ha svolto una soddisfacente analisi dei competitor (*benchmarking analysis*): talvolta l'intenzione di accrescere la propria quota di mercato non tiene conto delle possibili reazioni dei competitor basate sui rispettivi vantaggi competitivi; in altri casi, invece, le intenzioni strategiche di portafoglio/canale/cliente della società quotanda sono disallineate rispetto a quelle dei competitor *best in class* e leader di mercato. In queste situazioni, a fronte di potenziali segnali di allarme, è auspicabile verificare che tipo di attenzione sia stata riservata dalla società all'analisi dei competitor nel corso del processo di pianificazione ed, eventualmente, invitare ad una revisione degli obiettivi strategici alla luce degli input che possono emergere dalle analisi appena descritte.

Potenziali rischi potrebbero verificarsi qualora venga sottostimato il potere contrattuale dei fornitori e dei distributori (si vedano ad esempio le società produttrici di beni di largo consumo venduti nella grande distribuzione); ciò può indurre a previsioni erranee circa i prezzi di fornitura, i prezzi di vendita, le dilazioni di pagamento ottenute dai fornitori e quelle concesse ai distributori, con l'effetto di produrre delle stime di margini di contribuzione e di capitale circolante non attendibili. In queste circostanze, e soprattutto se le stime si discostano rispetto ai dati degli ultimi esercizi (prezzi e durata delle dilazioni), sarebbe opportuno compiere ulteriori analisi per verificarne l'attendibilità. Anche l'evoluzione del contesto tecnologico di mercato è un aspetto importante nell'analisi del piano industriale, in quanto si riflette sull'effettiva capacità competitiva dell'azienda e, quindi, sia sulla capacità di innovazione sia sulla sua eventuale vulnerabilità. Nel settore dei locomotori, ad esempio, l'introduzione sul mercato, a costi competitivi, di mezzi di trasporto "interoperabili" - capaci di essere utilizzati sulle diverse reti europee e di adattarsi istantaneamente alle diverse tensioni e ai sistemi di segnalamento - rappresenta un'innovazione di grande portata che cambia le dinamiche competitive, azzerando i tempi di progettazione e rendendo i nuovi mezzi rapidamente consegnabili agli acquirenti.

Confrontabilità con i risultati storici

I risultati conseguiti dall'emittente negli ultimi esercizi rappresentano la base di partenza per le intenzioni strategiche future. La dimensione storica, e quindi le performance finanziarie e competitive realizzate, può influenzare fortemente l'attendibilità di un piano industriale, laddove il "disallineamento" con il futuro ipotizzato risulti ampio e difficilmente giustificabile.

Di seguito viene riportata la casistica, non esaustiva, cui si dovrebbe prestare particolare attenzione:

- tasso di crescita prospettico del fatturato sensibilmente più alto di quello realizzato negli ultimi anni;
- ipotesi di crescita prospettica del fatturato in nuove aree geografiche non supportate da casi di ingresso con successo in nuove aree geografiche nei precedenti esercizi;
- ipotesi di crescita del fatturato più che proporzionale rispetto alla crescita prevista della domanda, laddove la società quotanda non abbia mai ottenuto tale risultato nei precedenti esercizi;
- prospettive di forte miglioramento dell'efficienza e/o di razionalizzazione delle strutture centrali non supportate da analoghi risultati ottenuti in passato o da un convincente progetto di ristrutturazione;
- forte riduzione prospettica del capitale circolante netto non avvalorata da un analogo trend storico.

Visibilità dei dati previsionali

Generalmente i target ipotizzati per il primo anno non possono prescindere dall'analisi dell'andamento dei mesi già trascorsi dell'esercizio in corso e quindi di come sta procedendo l'implementazione dell'*Action Plan*. Tali aspetti, infatti, possono avvalorare o meno le previsioni fatte.

Si potrebbero considerare, ad esempio, le azioni strategiche già in fase di realizzazione, l'andamento dell'attività gestionale, le performance competitive e finanziarie che stanno emergendo e l'evoluzione dei dati finanziari relativi al periodo infrannuale trascorso (fatturato, costi operativi, *overhead*, margini, capitale circolante e investimenti). Inoltre, per le società che lavorano per commessa è importante confrontare il fatturato previsionale con il portafoglio ordini alla data più recente (considerando anche il portafoglio dell'analogo periodo dei precedenti esercizi) e l'andamento delle trattative in corso per ordini futuri.

Nei casi sopra esposti potrebbero emergere elementi tali da rendere poco credibili le stime fatte e tali da richiedere una revisione del piano industriale.

Analisi di sensitività

Sarebbe opportuno che la *due diligence* comprendesse anche l'analisi di sensitività che, come indicato nel paragrafo 1.5., dovrebbe far parte del piano. A questo proposito, sarebbe auspicabile che le variabili sulle quali la società ha impostato la *sensitivity* siano le più rilevanti in termini di creazione di valore e che il processo che ha portato la quotanda a formulare i diversi scenari alternativi (verosimile, ottimistico e pessimistico) sia chiaro e corretto.

A titolo di esempio, per una società attiva nella distribuzione/vendita di energia elettrica o di gas, sarebbe opportuno basare la *sensitivity* sul numero di clienti e sui volumi venduti (si veda la tavola n. 12).

Altri esempi riguardano: le compagnie aeree, che dovrebbero sempre effettuare una *sensitivity* sul *load factor* e sull'attivazione delle nuove rotte; le società che operano nella GDO, sul fatturato per metro lineare; le società che lavorano su commessa, sul "coefficiente di successo" nell'aggiudicazione delle nuove commesse; le società di calcio, sul numero di spettatori e sul passaggio alle fasi successive delle competizioni europee.

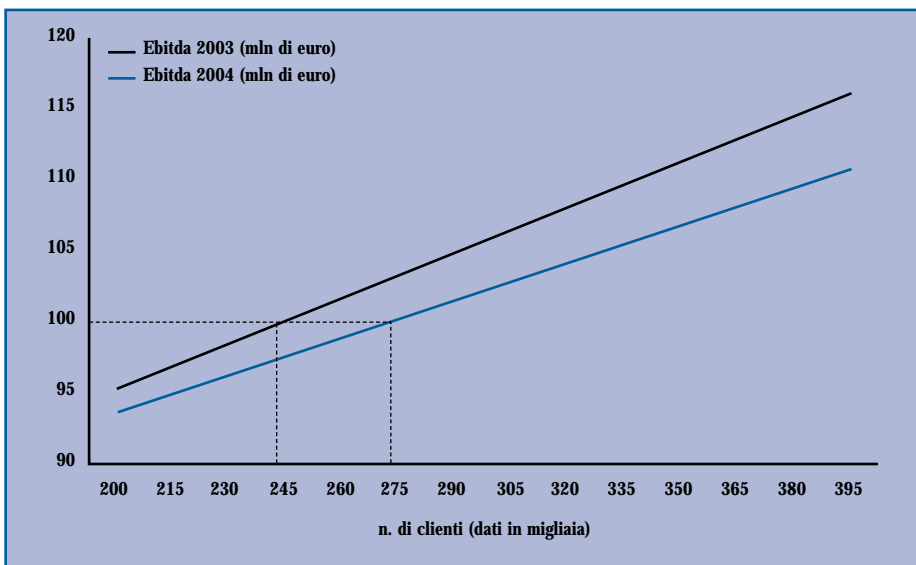


TAVOLA 12: Analisi di sensitività dell'Ebitda al variare del numero di clienti

3.2. SOSTENIBILITÀ ORGANIZZATIVA

L'analisi della sostenibilità organizzativa del piano industriale, come già anticipato, è una delle fasi del processo di *due diligence*. In particolare, sarà utile soffermare l'attenzione su fattori quali:

- la coerenza tra le intenzioni strategiche e le azioni organizzative;
- la realizzabilità dell'*Action Plan* rispetto alle risorse attuali e prospettiche di cui l'azienda si doterà;
- la presenza degli effetti delle scelte organizzative sulle ipotesi e sui dati previsionali;
- la stima dei flussi di cassa correlati agli investimenti organizzativi.

In questo paragrafo vengono suggerite alcune verifiche da svolgere nei confronti della società quotanda relativamente a:

- coerenza tra intenzioni strategiche, struttura organizzativa, *Business Model* e principali processi;
- adeguatezza delle modalità di incentivazione delle risorse umane di cui l'azienda si avvale.

Coerenza tra intenzioni strategiche, struttura organizzativa, Business Model e principali processi

Un piano industriale è coerente se può essere perseguito attraverso il disegno organizzativo proposto dall'emittente. A tal fine è opportuno che il piano industriale evidenzi, con sufficiente chiarezza, le relazioni tra intenzioni strategiche e azioni organizzative e i conseguenti effetti sulla struttura aziendale (struttura organizzativa, processi produttivi, brevetti, tecnologie possedute e/o acquisibili) e sul *Business Model*.

Situazioni rischiose potrebbero verificarsi, ad esempio, in presenza di piani industriali in cui la strategia di penetrazione in determinate aree geografiche non sia accompagnata dalla descrizione delle necessarie azioni organizzative (ad esempio apertura di filiali commerciali, assunzione di capi area, agenti o venditori); piani che puntino all'innovazione del portafoglio prodotti/servizi senza illustrare gli investimenti necessari in ricerca e sviluppo (persone e strutture); scelte che mirino a migliorare l'efficienza dei processi produttivi e quindi ad una riduzione dei costi senza evidenziare le azioni organizzative da realizzare.

La sostenibilità organizzativa del piano industriale riguarda anche la coerenza relativa ai processi, ovvero l'allineamento tra gli obiettivi strategici e gli elementi

di seguito elencati a titolo di esempio: la strutturazione dei processi operativi e decisionali (“albero dei processi”), la definizione dei ruoli aziendali e delle responsabilità manageriali e i criteri di allocazione delle risorse.

Adeguatezza delle modalità di incentivazione delle risorse umane

Nell’ambito della sostenibilità organizzativa del piano industriale un aspetto da non sottovalutare è l’efficacia del sistema di incentivazione del management e delle risorse aziendali e le relative modalità di valutazione delle performance. In particolare, sarebbe opportuno analizzare l’esistenza di un sistema di *rewarding*, le figure aziendali coinvolte, le variabili cui sono legati gli incentivi e l’allineamento di queste ultime ai *key value driver* e quindi agli obiettivi di creazione di valore per gli azionisti.

È necessario, infine, che un piano industriale evidenzii, laddove presenti, eventuali *liabilities* della società verso il proprio management, gli eventuali costi potenziali (compresi i costi di uscita), gli accordi di *stock option* e l’esistenza di contratti aziendali particolari che possano vincolare decisioni future e quindi la capacità di realizzare le intenzioni strategiche.

3.3. CONFRONTO CON LO SCHEMA STANDARD

Lo schema presentato da Borsa Italiana ha il fine di agevolare la costruzione e redazione di un piano industriale che abbia una precisa e logica strutturazione. Spesso, infatti, si incorre nell’errore di presentare piani disorganici, a volte molto focalizzati sulla descrizione delle intenzioni strategiche e sulla rappresentazione dei dati finanziari prospettici, tralasciando aspetti rilevanti quali l’*Action Plan*, la formulazione delle ipotesi e il modello economico seguito.

Partendo dal documento elaborato dalla società, si dovrà fare in modo che tutte le componenti del piano industriale descritte nel primo capitolo siano illustrate in maniera dettagliata ed esaustiva.

Nel secondo capitolo si è cercato di fornire uno schema standard di riferimento per agevolare il compito degli Sponsor, delle società quotate e degli *advisor*. Tale schema standard di piano industriale, come già ricordato, non deve essere considerato vincolante, ma essere visto come uno strumento flessibile, applicabile a realtà aziendali eterogenee.

I principi indicati nel presente documento costituiscono una guida di ausilio alla quotazione, diretta principalmente alle società emittenti, agli intermediari che le assistono, nonché alle società di revisione e ai consulenti esterni che partecipano al processo di quotazione.

Obiettivi della guida sono la definizione di principi in linea con le migliori pratiche, l'adozione di comportamenti riconosciuti e condivisi dalla comunità finanziaria e la diffusione di un linguaggio omogeneo fra le parti. L'uso della guida potrà pertanto contribuire al miglioramento e alla semplificazione delle procedure di quotazione, innalzando al contempo la qualità del mercato e delle sue prospettive di sviluppo.

La presente guida non è da considerarsi esaustiva e i principi in essa contenuti hanno valore indicativo. Borsa Italiana non deve essere ritenuta responsabile per eventuali imprecisioni ed errori che dovessero verificarsi nell'applicazione di quanto contenuto nella medesima.

I marchi Borsa Italiana, MIB30, MIBTEL, Midex, Nuovo Mercato, NUMEX, NUMTEL, NUMTES, STAR, MIBSTAR, IDEM, MiniFIB, EuroMOT, MCW – Mercato dei Covered Warrant, MTF, BIt Club, ITEX, Academy e Borsam@t sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà delle società del Gruppo Borsa Italiana, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società del Gruppo Borsa Italiana proprietaria del marchio.

