



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

SAF • SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

Comunicare con Investitori e Finanziatori: il ruolo del Business Plan

nr. **53** • Commissione
Finanza e Controllo
di Gestione

a cura di
Francesco Aldo De Luca e Alessandra Tami

i quaderni



S.A.F. LUIGI MARTINO

Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano



Comunicare con Investitori e Finanziatori: il ruolo del Business Plan

nr. **53** • Commissione
Finanza e Controllo
di Gestione

a cura di
Francesco Aldo De Luca e Alessandra Tami

I Quaderni della Scuola di Alta Formazione

Comitato Istituzionale:

Vincenzo Delle Femmine, Giuseppe Grechi, Nicola Mastropasqua, Maria Cristina Messa, Lorenzo Ornaghi, Angelo Provasoli, Gianfelice Rocca, Andrea Sironi, Alessandro Solidoro, Eduardo Ursilli.

Comitato Scientifico:

Giuseppe Bernoni, Luigi Carbone, Donato Centrone, Franco Dalla Sega, Sergio Galimberti, Michele Garrubba, Marco Giorgino, Felice Martinelli, Guido Marzorati, Lorenzo Pozza, Patrizia Riva, Massimo Saita, Paola Saracino, Alessandro Solidoro.

Comitato Editoriale:

Claudio Badalotti, Daniele Bernardi, Aldo Camagni, Corrado Colombo, Ciro D'Aries, Francesca Fieconi, Carlo Garbarino, Francesco Novelli, Patrizia Riva, Alessandro Solidoro, Gian Battista Stoppani, Alessandra Tami, Dario Velo, Cesare Zafarana.

Commissione Finanza e Controllo di Gestione

Delegato del Consiglio: Cristina Quarleri.

Presidente della Commissione: Carlo Arlotta.

Componenti: Piero Aliprandi, Giovanni Antelmi, Maurizio Arena, Giorgio Benin, Franco Bertoletti, Sara Bertolini, Alessandra Bestiani, Cesare Boccetti, Fabrizio Bonelli, Ruggero Bonghi, Gianpaolo Bonilauri, Alberto Borroni, Simone Bottero, Kristian Bresciani, Paolo Brunetti, Salvatore Carbone, Antonio Carnevale, Sergio Carteny, Giuliana Cassioli, Caterina Cerenzia, Luisa Elisabetta Cevasco, Guidali Clara, Mario Coccia, Vincenzo Cocco, Elisabetta Coda Negozio, Riccardo Coda, Alfonso Cracchiolo, Flavio Creanza, Edoardo Currò, Guido Daccò, Gabriele Dal Negro, Giulio D'Amico, Simone D'Angelo, Francesco Aldo De Luca, Claudio De Maio, Fabio Pasquale De Marinis, Francesco Dell'Elmo, Renato Dell'Oca, Antonio Di Falco, Marco Fantoni, Francesca Favalaro, Marco Fiameni, Mario Fiocca, Angelo Fiori, Gabriella Fordelisi, Franco Carlo Maria Formenti, Antonio Fortarezza, Giuseppe Foti, Gianluca Gabellini, Alberto Gafforio, Roberto Gaslini, Luca Giuseppe Gianello, Edoardo Ginevra, Luca Gozzetti, Clara Guidali, Johannes Guigard, Franco Fabio Gulisano, Patrizia La Rocca, Oreste Lanfranchi, Skevi Licollari, Maurizio Leonardo Lombardi, Riccardo Manca, Girolamo Matranga, Salvatore Mazzarella, Fabio Massimo Micalaudi, Giovanni Mirarchi, Angela Molitèrni, Vilma Bruna Monti, Roberto Mosca, Antonino Nocastro, Giuseppe Ottobelli, Gianluca Pallini, Alberto Antonio Palmieri, Andrea Panato, Carlo Pesaro, Leonardo Petrella, Federico Pippo, Roberto Radicioni, Luca Rai, Annalisa Randazzo, Angelo Riva, Vittorio Sabella, Christian Schipani, Riccardo Sclavi, Marco Sepe, Massimo Simone, Cesare Luigi Spezia, Massimo Talone, Alessandra Tami, Luciano Tarantino, Elvio Vaghi, Tiziana Vallone, Giorgio Venturini, Maria Vitiello, Giuseppe Vittorio, Luigi Alessandro Werner, Cinzia Mara Zanni, Antonio Zenatelli.

Osservatori: Jury Bonasia, Manuela Geibellini, Maria Grazia Salerno, Giuliano Soldi, Ennio Turano, Mario Venturini.

Direttore Responsabile:

Patrizia Riva

Segreteria:

Elena Cattaneo
corso Europa, 11 • 20122 Milano
tel: 02 77731121 • fax: 02 77731173

INDICE

Premessa (<i>Carlo Arlotta, Francesco Aldo De Luca, Alessandra Tami</i>)	7
1. Linee Guida sul Business Plan (BP) (<i>Marco Fiameni, Luciano Tarantino, Federico Pippo</i>)	9
1.1. Introduzione.....	9
1.2. Obiettivi e linee guida.....	12
1.2.1. Presentazione del progetto d'impresa	15
1.2.2. Principi generali di redazione.....	17
1.2.3. Descrizione dell'azienda e della sua storia.....	20
1.2.4. Analisi dei mercati di riferimento dell'iniziativa, formulazione del relativo piano di marketing e di vendita e posizionamento competitivo	22
1.2.5. Formulazione del piano degli investimenti previsti e dei relativi costi	23
1.2.6. Elementi per la redazione del bilancio di previsione.....	25
1.2.7. Valutazione complessiva del progetto d'impresa.....	26
1.2.8. Criticità nella elaborazione	27
1.3. Possibile schema di Business Plan.....	29
1.4. Articolazione del BP nelle diverse fasi di vita dell'azienda	30
2. Il BP per una Start-up (<i>Riccardo Sclavi, Francesco Aldo De Luca</i>).....	31
2.1. Il Business Plan per una Start-up: lo sviluppo di un'idea.....	31
2.1.1. Le c.d. 'Start-up innovative'.....	32
2.2. Il Business Model Canvas.....	39
2.2.1. Quando e perché serve	40
2.2.2. I destinatari	40

2.2.3.	La struttura del BMC	41
2.2.4.	La disponibilità del modello.....	42
2.2.5.	Un caso concreto: Top Water	42
3.	Il BP nel rapporto con gli Investitori Istituzionali in Equity (<i>Luciano Tarantino</i>).....	45
3.1.	Introduzione	45
3.2.	Il rapporto con la consulenza esterna	45
3.3.	Il rapporto fra investitore e consulente.....	47
3.4.	L'affermarsi di rapporti su base continuativa.....	49
3.5.	La rilevanza del Business Plan	50
3.6.	Le caratteristiche di un Business Plan da sottoporre ad un fondo.....	52
3.7.	Il 'bias' per lo status quo.....	54
3.8.	Altri fattori di analisi di particolare interesse per il gestore di Private Equity	55
3.9.	Considerazioni Finali.....	56
4.	Il Business Plan per l'Internazionalizzazione delle PMI (<i>Riccardo Coda, Francesco Aldo De Luca</i>).....	59
4.1.	L'internazionalizzazione delle PMI: considerazioni generali	59
4.2.	I vantaggi dell'internazionalizzazione	61
4.3.	I rischi legati all'internazionalizzazione	61
4.4.	Il caso "Beauty Company"	63
4.4.1.	Finalità del Business Plan "Beauty Company"	64
4.4.2.	I prodotti	64
4.4.3.	Il mercato canadese e le aree di maggiore interesse per una prossima penetrazione	64
4.4.4.	La strategia marketing (la c.d. business proposition).....	65
4.4.5.	Gli aspetti operativi del piano.....	65
4.4.6.	Gli economics.....	66
4.4.7.	Raccomandazioni al vertice aziendale per il successo del piano Beauty Company	67
4.4.8.	Cenni sul processo per la costruzione del Business Plan Beauty Company	67

5. Il BP nel Rapporto Banca-Impresa (<i>Massimo Talone, Mario Venturini, Giuliano Soldi</i>).....	69
5.1. Introduzione	69
5.2. Il Business Plan nel processo di comunicazione tra Banca ed Impresa.....	71
5.2.1. Specificità del BP nel Rapporto con le banche.....	71
5.2.2. Peculiarità operative del BP nel rapporto Banca-Impresa.....	73
5.2.3. Il Caso “Gruppo Abitare Giovani”	77
5.4. Problematiche del Business Plan per le aziende di minore dimensione.....	105
5.4.1. Specificità delle imprese di minori dimensioni	105
5.4.2. Le modalità di raccolta delle informazioni da parte delle banche	106
5.4.3. Il ruolo del commercialista nel processo di preparazione del Business Plan	106
5.4.4. I punti di riferimento per il Business Plan: la strategia aziendale	107
5.4.5. I punti di riferimento per il Business Plan: le analisi della banca	108
5.4.6. I punti di riferimento per il Business Plan: i rischi.....	110
Conclusioni.	
Il Business Plan strumento per la continuità e per lo Sviluppo (<i>Carlo Arlotta, Elisabetta Coda Negozio, Francesco Aldo De Luca, Alessandra Tamì</i>).....	113
Uno sguardo complessivo alla redazione del BP per le PMI.....	113
Ambiti differenti, declinazioni diverse del BP	120

PREMESSA^(*)

Il contenuto della professione di Commercialista si è sviluppato negli ultimi tempi con modalità contrapposte: se da una parte si è assistito allo sviluppo di attività a maggior contenuto consulenziale, dall'altro il Commercialista si è visto gravato di incombenze e incarichi tali da trasformarlo in una terminazione dell'amministrazione statale. Un perverso meccanismo che di fatto ha assorbito l'attenzione offerta in termini di supporto gestionale alle imprese per lo svolgimento di compiti sicuramente rilevanti, ma a contenuto prevalentemente burocratico e formale.

Specie negli studi di minori dimensioni si è assistito allo svilimento della professione, al quale però il Commercialista più accorto ha trovato modo di reagire strutturandosi, cercando di equilibrare il proprio impegno e la proposta professionale con l'obiettivo di restare al fianco della PMI in maniera produttiva. Il nostro compendio è frutto di riflessioni volte a valutare l'evoluzione tanto del cliente, inteso in particolare come PMI, tanto della professione del Commercialista, il suo ruolo e i supporti imprescindibili all'imprenditore e all'azienda stessa. In tal senso, non è stato così banale cercare di presentare un quadro descrittivo di un universo variegato fatto di tessuto produttivo, espressione di passione e spinta all'innovazione, di un universo che si confronta, però, in modo sempre più intenso con regole competitive e con la necessità di organizzarsi verso concorrenti internazionali e su diverse scale dimensionali. Da qui la ricerca di strategie basate sull'iniziativa personale, modellate per sfruttare la flessibilità gestionale della piccola impresa

^(*) A cura di Carlo Arlotta, Presidente Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano; Francesco Aldo De Luca, segretario Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e Alessandra Tami, vice presidente Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

laddove il successo può essere garantito solo se l'idea viene tradotta in un'azione organizzata e la creatività sviluppata con metodo.

Fisiologico il ricorso delle aziende, dunque, al supporto gestionale del Commercialista e del suo ruolo. Una prassi che si sviluppa con declinazioni differenti ed in funzione del territorio di riferimento, della storia, della cultura, del tessuto produttivo e della vocazione economica. Da qui l'idea di elaborare un testo che raccontasse dello strumento del *Business Plan* come congiunzione di idea imprenditoriale, localismo, finanza d'impresa e ruolo del Commercialista, alla ricerca di uno strabismo in grado di guardare sinteticamente tanto alle caratteristiche comuni delle imprese italiane quanto ad approcci, strumenti e specificità. Il nostro obiettivo, pertanto, sarà quello di illustrare modalità di analisi e azioni come stimoli all'innovazione e alla creatività nell'intento di adattare il *Business Plan* alle caratteristiche dell'azienda.

1. LINEE GUIDA SUL BUSINESS PLAN (BP)^(*)

1.1. Introduzione

L'attività di impresa è, per sua natura, rischiosa ed incerta e ciò tende ad amplificarsi in contesti come quelli attuali, in cui la crisi globale pare non allentare la presa sugli attori del contesto economico.

Il mantenimento di uno o più punti di riferimento, la formalizzazione delle procedure, la costante verifica degli scostamenti tra quanto preventivato e quanto consuntivato, il governo e la corretta gestione del rischio, quindi, la costante propensione ad anticipare i tempi e le azioni, divengono elementi di importanza strategica per mantenere ed incrementare il vantaggio competitivo delle imprese.

Il *Business Plan* è uno strumento imprescindibile a supporto di una efficace gestione dell'agire imprenditoriale, fondamentale, sia per aziende in fase di Start-up o in rapida crescita che per aziende giunte ad un livello di sviluppo più avanzato. E' tuttavia esperienza congiunta di tutti noi di come la situazione attuale evidenzi il fatto che le piccole imprese non adottino alcun tipo di strumento per programmare la propria azione imprenditoriale.

I motivi sottesi a tale atteggiamento sono i più vari: mancanza di conoscenza degli strumenti stessi, mancanza di una concreta "cultura di impresa", sensazione che siano inutili perdite di tempo, eccessiva onerosità per implementare tali sistemi di programmazione e, non ultimo, la sensazione che l'attuale situazione di turbolenza non possa essere adeguatamente prevista e formalizzata in un piano di sviluppo.

In buona sostanza –secondo questo orientamento– gli eventi sarebbero talmente imprevedibili e veloci che una previsione del loro

^(*) A cura di Marco Fiameni, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano; Luciano Tarantino, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e Federico Pippo, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

impatto sulle dinamiche aziendali non potrebbe essere adeguatamente formulabile, di conseguenza le decisioni prese in relazione a dette previsioni potrebbero generare danni ingenti piuttosto che fornire benefici tangibili.

Queste considerazioni sono sicuramente diffuse a livello nazionale, ma tendono a divenire particolarmente importanti nei territori a più basso sviluppo economico. Analizzando la struttura delle dimensioni aziendali in Italia, è evidente che la maggior parte delle stesse si concentrino nella piccola dimensione.

In particolare il contesto del nostro Paese è caratterizzato da circa 4 milioni di imprese (4,3 milioni secondo il nono Censimento dell'Industria e dei Servizi elaborato dall'Istat nel 2013), delle quali il 94,6% sono microimprese, il 4,8% piccole imprese, lo 0,5% medie imprese e solamente lo 0,1% grandi imprese; se si guarda inoltre al dato delle società quotate, queste rappresentano solamente lo 0,01% della totalità delle imprese. Questo significa strutture poco organizzate e con processi e procedure non formalizzate, in cui prevale sempre l'azione della proprietà rispetto all'azione manageriale (spesso quest'ultima assolutamente assente da dette strutture). Il governo aziendale procede, per così dire, "a vista", con obiettivi generalmente di breve o brevissimo periodo, senza alcun tipo di programmazione strutturata. Solo le grandi imprese (decisamente una minoranza sul nostro territorio nazionale) si avvalgono di quelle strutture e di quegli strumenti necessari per una corretta programmazione dell'azione imprenditoriale.

L'analisi geografica della concentrazione delle grandi imprese, mostra che esse tendono ad aggregarsi in maniera piuttosto uniforme su certe aree del territorio nazionale (tipicamente le grandi aree industriali e del terziario avanzato del nord-nord est), mentre sono presente a macchia di leopardo sulle restanti aree del territorio. Ed in tal senso appare evidente che anche i modelli e la letteratura proposta in tema di *Business Plan*, tendano ad adattarsi alle imprese di grandi dimensioni con propensione internazionale e che la modellizzazione dello strumento su imprese strutturate crea forti difficoltà nel suo utilizzo su strutture decisamente semplici o poco organizzate.

Ed è in questo ambito che la figura del Commercialista diviene cruciale. Evoluzione ed elevata specializzazione sono elementi indispensabili a supporto del grande spettro di competenze che la nostra professione deve abbracciare. Nella nostra visione il professionista diviene colui che supporta l'imprenditore nelle scelte strategiche che guidano la creazione di valore all'interno dell'azienda.

Gli obiettivi di un'azienda, che guidano alla creazione di valore, possono essere infatti riassunti in tre differenti categorie: la ricerca del più alto grado di efficienza nelle operazioni correnti, la gestione dei rischi correlati a tali attività correnti e lo sviluppo di competenze interne che supportino l'azienda nei processi di innovazione e di adattamento ai rapidi cambiamenti dell'ambiente esterno.

Un'accurata ed attenta attività di programmazione deve pertanto riguardare tutti questi tre aspetti e, conseguentemente, il corretto utilizzo di uno strumento quale il *Business Plan* risulta essere cruciale per fissare gli obiettivi da raggiungere nonché le possibili azioni da mettere in atto per il raggiungimento degli stessi.

Il successo di un'impresa dipende quindi dall'alchimia che si raggiunge tra la visione imprenditoriale di colui che guida l'azienda e che è a conoscenza di tutti quei dati e di tutte quelle variabili che sono essenziali alla creazione di valore, e le competenze tecniche e specialistiche del professionista capace di tradurre e formalizzare tale visione imprenditoriale al fine di valutarne punti di forza e di debolezza e quindi individuare le soluzioni alternative praticabili.

Il Commercialista diventa pertanto il regista nell'ambito della redazione di un *Business Plan* credibile e sostenibile e deve attuare un'opera di sensibilizzazione nei confronti dei propri clienti per fare percepire che la redazione di un *Business Plan* e la sua manutenzione nel tempo sono un elemento imprescindibile per poter continuare a competere sul mercato.

Un'azione imprenditoriale programmata e monitorata, grazie all'ausilio di strumenti quali appunto il *Business Plan*, ha il pregio di rendere l'imprenditore più consapevole della propria realtà economica e del contesto economico e territoriale in cui vive. Inoltre, analizzando alcune imprese "virtuose", è evidente che dopo una prima fase gestionale non formalizzata, passando ad una gestione guidata e razionale, si è pervenuti al raggiungimento di obiettivi ambiziosi, arrivando a processi di internazionalizzazione e crescita delle dimensioni; in buona sostanza le imprese sono arrivate ad ottenere una struttura più solida e competitiva.

L'adozione di strumenti di programmazione e di gestione avanzati apporterebbe anche una crescita al complessivo sviluppo economico del territorio in cui operiamo con indubbi benefici in termini di benessere e ricchezza. Come evidenziato, il Commercialista può e deve divenire agente per lo sviluppo dell'impresa ed elemento indispensabile alla generazione di valore, ruolo cruciale in un contesto economico come quello attuale.

1.2. Obiettivi e linee guida

Il *Business Plan* è uno strumento di programmazione e gestione manageriale che può essere utilizzato e sviluppato per diverse finalità:

- a. Fornire una guida strategica.
- b. Valutare i punti di forza ed i rischi connessi a specifiche azioni da porre in atto.
- c. Stabilire un benchmark sulla base del quale poter valutare le decisioni ed i risultati aziendali futuri.
- d. Fornire le informazioni di base per costruire la struttura finanziaria di operazioni d'acquisizione.
- e. Reperire finanziamenti sotto forma di credito o di capitale di rischio (Private Equity, IPO, emissione di prestiti obbligazionari, altri finanziamenti).
- f. Promuovere i rapporti con possibili partner in joint venture e con i più importanti clienti, fornitori e distributori.

Gli ambiti di applicazione del *Business Plan* sono pertanto svariati e spaziano dagli utilizzi più spiccatamente strategici, fino ad arrivare ad applicazioni che sono più vicine alla connotazione classica della professione di Commercialista. Nel momento in cui si manifesta un gap rilevante tra la strategia realizzata e le intenzioni strategiche, si rende necessaria l'applicazione concreta di un *Business Plan*.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione a livello territoriale, forse il maggiore utilizzo si riscontra nella presentazione dello stesso agli istituti di credito per l'ottenimento di nuove linee di affidamento. Infatti la liquidità è uno dei fattori cruciali per l'agire imprenditoriale visto che il sistema bancario non la veicola più verso le imprese come in passato, ma la investe in strumenti finanziari a basso rischio, immobilizzando, in questo modo, il sistema produttivo che deve sempre più basarsi sul ricorso al capitale di rischio. Ed in tal senso, per mantenere o aumentare la possibilità di finanziamento bancario, oggi viene richiesta una cospicua documentazione amministrativa e fiscale e sempre più spesso anche la redazione di un *Business Plan* al fine di comprendere ed analizzare le intenzioni strategiche dell'impresa e l'action plan per la realizzazione degli obiettivi posti in essere.

Altro contesto in cui il *Business Plan* è elemento imprescindibile è l'apertura del capitale di rischio all'ingresso di fondi di venture capital o private equity o la quotazione delle imprese in Borsa per aver accesso al mercato dei capitali.

Il *Business Plan*, diventa dunque uno strumento di comunicazione

della strategia aziendale e delle conseguenti politiche gestionali soprattutto nell'ambito dei processi di valutazione del merito creditizio e nel monitoraggio del rischio di credito e, laddove venga costruito secondo criteri sostenibili e credibili, svolge un'azione efficiente di comunicazione informativa con banche ed altri istituti finanziari.

Stanti i differenti contesti ed i differenti destinatari un corretto *Business Plan* si contraddistingue per:

- essere basato su fatti (prospettici ma con una solida base di concretezza in termini di possibilità di implementazione);
- completezza: non deve ridursi ad un semplice piano delle vendite;
- consistente con la visione interna del management (o dell'imprenditore) e soprattutto caratterizzato da un giusto compromesso tra l'ambizione imprenditoriale e le risorse a disposizione;
- chiaro, completo ma sufficientemente sintetico: evitando quindi informazioni ridondanti nonché slogan superflui;
- avere una struttura che sia coerente con gli scopi da raggiungere ed i diversi interlocutori a cui si rivolge.

In questo ambito si pone un primo problema legato all'agire di coloro che si occupano della costruzione del *Business Plan* (tra cui il Commercialista): le ipotesi di base (*assumptions*) su cui si basa il piano industriale devono essere credibili, reali e ben esplicitate.

Conseguentemente gli obiettivi sottesi alle *assumptions* devono essere obiettivi sostenibili e potenzialmente raggiungibili dall'azienda. In tal senso è compito del Commercialista riuscire a capire quanto lo siano realmente, perché il *Business Plan* consente di mettere in relazione performance, ipotesi di base e caratteristiche del modello di business (scelte di posizionamento sul mercato di sbocco, scelte di struttura, scelte di posizionamento sul mercato di approvvigionamento) e ad elaborare un eventuale progetto di cambiamento.

Di conseguenza il *Business Plan* diviene in assoluto il documento nel quale, a partire dalla strategia operante e dal fabbisogno di rinnovamento, si descrivono intenzioni strategiche, azioni da realizzare, evoluzione dei principali indicatori di riferimento (*key value drivers*) nonché i risultati attesi.

La parte preliminare e propedeutica alla realizzazione di un *Business Plan* verte nel reperimento di tutte le informazioni qualitative e quantitative necessarie per l'implementazione del sistema di programmazione.

L'analisi critica dei dati e dei trend storici è necessaria per verificare il percorso dell'azienda e creare una "memoria storica" della stessa e serve

anche per evidenziare errori commessi e aree particolarmente critiche della gestione.

Data l'importanza che tale strumento assolve nella professione del Commercialista, già nel dicembre 2003 il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili aveva predisposto i "Principi generali di redazione del *Business Plan*", delle quali nelle pagine seguenti viene fornita una sintesi schematica ed operativa (al documento completo si rimanda per una trattazione più sistematica ed esaustiva⁽¹⁾).

Tali principi sono stati poi ripresi con vari aggiornamenti connessi sia all'evoluzione del mercato economico e finanziario, sia alla crescente necessità di reperire fonti di finanziamento pubbliche e/o private, nelle linee guida per la redazione del *Business Plan*, con l'obiettivo di proporre uno schema completo e sistematico di ausilio nell'elaborazione del *Business Plan*, al fine di agevolarne l'attività di redazione e, al contempo, regolarla secondo un'impostazione omogenea, organica e coerente.

Prima di procedere con tale analisi, è opportuno tuttavia soffermarsi sulla sezione introduttiva di un *Business Plan*, il c.d. Executive Summary che deve essere ben strutturato, nonché chiaro e sufficientemente allettante. È infatti il primo documento letto da ciascun portatore di interesse nei confronti dell'azienda e, sulla base di esso, si decide se proseguire nella lettura oppure no. Tuttavia, questo non deve pregiudicare la credibilità del progetto imprenditoriale e, pertanto, è importante sottolineare alcune peculiarità che devono caratterizzare l'Executive Summary.

È importante innanzitutto fissare da subito gli obiettivi che si vogliono raggiungere (la c.d. *value proposition*) in termini di prodotto, di mercato e di *performance*.

La *value proposition* si riassume in sostanza nelle seguenti argomentazioni:

- 1) qual è il vostro prodotto o servizio?
- 2) chi saranno i vostri clienti?
- 3) perché i clienti dovrebbero comprare il vostro prodotto o servizio, ossia quali vantaggi gliene verranno (ad es.: hanno un'esigenza che nessuno è in grado di soddisfare? La vostra idea soddisfa la loro esigenza con maggiore efficacia o a minore costo rispetto ai concorrenti?)

⁽¹⁾ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, Linee guida alla redazione del *Business Plan*, a cura del Gruppo di lavoro Area Finanza Aziendale, 5 maggio 2011.

4) Quali sono i vostri obiettivi in termini di performance?

Tali obiettivi devono poi essere messi in relazione con le risorse a disposizione dell'azienda per trovare il giusto compromesso, come già detto, tra le ambizioni imprenditoriali, i rischi insiti nel modello di business che si decide di portare avanti e le disponibilità esistenti in seno all'azienda (in termini sia finanziari che di risorse umane).

L'*Executive Summary* deve pertanto contenere le parole chiave relative alle singole sezioni del *Business Plan*.

Molte sintesi fanno infatti già capire se l'idea imprenditoriale è caratterizzata da fattibilità e concretezza oppure è assolutamente inconsistente.

Quindi bisogna porre molta attenzione nella redazione della sintesi: renderla robusta e sufficientemente accattivante catturando l'attenzione del lettore e invogliandolo a proseguire.

Dopo aver descritto l'importanza dell'*Executive Summary* e le sue principali caratteristiche, nella tabella che segue vengono presentate le principali sezioni di cui un *Business Plan* è composto. Per ogni sezione viene presentato lo scopo e il contenuto della stessa e gli elementi fondamentali che la devono caratterizzare.

1.2.1. Presentazione del progetto d'impresa

Scopo e contenuto

Enunciazione sintetica della natura, degli obiettivi e delle caratteristiche essenziali del progetto d'impresa cui si riferisce. Tale indicazione consente l'esplicitazione di quegli elementi di giudizio di rilievo riguardanti l'iniziativa in sé oggetto di pianificazione, la tipologia e destinazione del documento formulato in relazione al suddetto progetto e, infine, i soggetti coinvolti a vario titolo nell'iniziativa ipotizzata e nel conseguente documento di pianificazione e valutazione.

Questa enunciazione è preliminare al processo operativo di *Business Planning*, nel senso che precede le fasi di analisi dell'iniziativa ipotizzata e di successiva redazione del documento previsionale. Infatti, l'essenziale descrizione del progetto e del relativo piano deve:

a. consentire al redattore l'acquisizione di una visione iniziale, globale e complessiva del progetto cui il *Business Plan* si riferisce, agevolando l'elaborazione di considerazioni di natura più analitica, specifica e circostanziata;

b. porre il lettore nella condizione di percepire immediatamente le finalità del *Business Plan*, agevolando la lettura successiva e consentendo

anche una ricerca dei vari paragrafi ai quali può essere interessato, attesi gli scopi che il documento di programmazione si prefigge di raggiungere.

Forma della presentazione del progetto

La presentazione del progetto è un documento, estremamente sintetico, che deve illustrare le caratteristiche salienti, gli obiettivi e le finalità del progetto e del relativo *Business Plan*. Nel documento, di forma libera, vanno evidenziati i punti essenziali dell'esposizione ed i suoi contenuti.

Elementi da considerare

La presentazione dovrebbe contenere almeno i seguenti elementi:

1. enunciazione sintetica del progetto d'impresa;
2. indicazione del soggetto proponente ed attuatore del progetto, distinguendo se trattasi di azienda già esistente o promotore/i di nuova iniziativa economica;
3. indicazione della finalità;
4. indicazione del destinatario, distinguendo se trattasi di destinatario interno o esterno all'organizzazione aziendale cui fa capo il progetto di investimento;
5. indicazione dettagliata delle principali *assumptions* adottate con evidenza delle probabilità di accadimento stimate;
6. evidenza del rendimento e del rischio complessivo del progetto;
7. indicazione dei redattori e della loro qualificazione professionale.

Modalità di redazione

Il *Business Plan* deve essere un documento estremamente essenziale e sintetico, in gran parte costituito da dichiarazioni e comunicazioni, non da argomentazioni o motivazioni.

- L'enunciazione del progetto d'impresa cui si riferisce il *Business Plan* deve individuare il tipo di investimento analizzato e valutato. Tale investimento rappresenta la motivazione, la ragione per cui il *Business Plan* è stato redatto.

- La finalità del *Business Plan* deve essere quella di formalizzare lo sviluppo di un progetto d'impresa e valutarne la fattibilità ed opportunità in termini economico-finanziari. Nel rispetto della deontologia professionale e delle Linee Guida di redazione, il professionista che rediga un *Business Plan* per conto di un proprio cliente, non deve in alcun caso inserire espressioni eccessive, né tentare in altro modo di accattivarsi il favore e l'adesione acritica e non adeguatamente informata del

destinatario del documento.

- È consigliabile prevedere una parte discorsiva e descrittiva ed una parte quantitativa. In quest'ultima, vanno inclusi i bilanci previsionali riferiti agli esercizi oggetto di programmazione ed integrati da piani finanziari, per cui la presentazione deve necessariamente menzionare tali prospetti nell'indice del *Business Plan*. Quindi, nel piano figureranno obbligatoriamente:

- a. un conto economico di previsione, uno stato patrimoniale di previsione ed un prospetto dei flussi finanziari di previsione per ogni periodo di proiezione del piano;

- b. una descrizione analitica degli scenari sottostanti il piano ed un'analisi degli scenari alternativi;

- c. il calcolo del rendimento complessivo del piano espresso in termini di Tasso Interno di Rendimento (TIR) e del relativo rischio.

In ottemperanza ai principi generali di redazione, la presentazione deve dichiarare se il *Business Plan* è stato redatto in conformità delle Linee Guida emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Qualora il redattore non abbia aderito a talune indicazioni delle Linee Guida dovrà specificare e motivare le parti per le quali non sono stati applicati i principi menzionati.

1.2.2. Principi generali di redazione

Scopo e contenuto

Illustrazione dei principi generali che riguardano l'atteggiamento mentale e la motivazione che devono animare il redattore in sede di predisposizione del *Business Plan*. Le finalità e le modalità di comportamento ed intervento indicate dai principi generali trovano esplicitazione, sul piano tecnico-metodologico ed operativo, nelle successive sezioni.

Cos'è un Business Plan

Il *Business Plan* ha una molteplice natura, corrispondente alle diverse finalità che dovrà assolvere, e rappresenta un supporto sia nelle "fasi straordinarie" della vita dell'impresa (la nascita, la crescita, l'aggregazione) sia nella "fase ordinaria" della gestione corrente.

Il *Business Plan* costituisce uno strumento essenziale per la valutazione di fattibilità tecnica ed economico-finanziaria di un progetto d'investimento complesso, come un'iniziativa economica a carattere duraturo. Nell'ambito della finanza agevolata, il legislatore nazionale lo ha

reso spesso obbligatorio e, di conseguenza, ne ha diffuso l'utilizzazione. In ambito internazionale, rappresenta lo strumento cardine del management accounting (contabilità di direzione), inteso come insieme di principi, tecniche e strumenti impiegati dalle organizzazioni aziendali per:

- pianificare le strategie, le tattiche e le operazioni future;
- ottimizzare l'uso delle risorse;
- misurare e valutare le prestazioni;
- ridurre, per quanto possibile, la soggettività del processo decisionale;
- migliorare la comunicazione esterna ed interna.

La diffusione del *Business Plan* consente di incrementare l'applicazione delle valutazioni previsionali, nell'ambito non soltanto della finanza agevolata, ma anche dei finanziamenti privati e, soprattutto, della pianificazione economica, finanziaria e strategica d'impresa.

Il *Business Plan* non può essere considerato come uno strumento che fornisce garanzie assolute. Tuttavia, l'osservanza di questi principi consente la consapevole valutazione e misura delle reali aree di rischio e criticità del progetto sottoposto a valutazione preventiva.

Il *Business Plan* è un moderno strumento di simulazione della dinamica aziendale, proiettata nel medio-lungo termine, costituito da una serie di documenti nei quali è rappresentata, in termini qualitativi e quantitativi, l'idea imprenditoriale (o, comunque, l'idea di fondo di una qualsiasi iniziativa economica). All'interno di esso il redattore elabora e sintetizza tutte le idee, i programmi e le iniziative conseguenti che caratterizzano il progetto imprenditoriale.

La pianificazione strategica aziendale –che presiede alla gestione di qualsiasi iniziativa economica, indipendentemente dalla dimensione e dal settore di appartenenza– trova la più efficace rappresentazione proprio nel *Business Plan*.

Le professionalità coinvolte nella formazione del *Business Plan*, così come la mole dei documenti e dei dati presi a riferimento, saranno certamente diverse, a seconda del settore merceologico d'inserimento e della dimensione aziendale. Nondimeno, l'approccio al problema dovrà essere identico per tutte le iniziative economiche: l'obiettivo di fondo è quello di razionalizzare e programmare le scelte imprenditoriali e sintetizzarle in un documento completo, rappresentativo e di efficace lettura.

Destinatari

Sono principalmente identificabili nelle seguenti macro categorie:

- l'imprenditore (singola persona fisica o compagine di soci);
- il management;
- i potenziali futuri soci, interessati a conoscere le stime di redditività ed i rischi sottostanti;
 - i soggetti finanziatori privati, quali le banche e i fondi di *private equity* e *venture capital*;
 - le istituzioni pubbliche per l'erogazione di contributi.

Come nasce ed i suoi molteplici e differenti obiettivi

In primo luogo, può essere uno strumento interno a supporto dell'imprenditore per capire e razionalizzare le proprie idee, verificandone la fattibilità economico-finanziaria e valutare, quindi, l'adeguatezza dell'iniziativa di soddisfare le attese raggiungendo i risultati previsti.

In altri casi, esso è rivolto ad investitori privati, istituti di credito od organismi istituzionali pubblici, referenti che attraverso il *Business Plan* devono essere in grado di valutare, in maniera compiuta, il progetto imprenditoriale per orientare in modo consapevole le proprie scelte.

Per la redazione del *Business Plan*, si ricorre a tecniche e funzioni aziendali, a fonti informative ed a modalità di analisi macro e microeconomiche. Le fonti di informazione possono essere esterne all'impresa e frutto di elaborazione da parte di soggetti dedicati.

Gli aspetti macroeconomici tengono conto dello scenario economico, politico e sociale in cui opera già –o dovrebbe operare– l'organizzazione considerata.

Gli aspetti microeconomici sono, invece, legati alla dinamica economica, patrimoniale, finanziaria, produttiva, amministrativa e fiscale della gestione della realtà aziendale per la quale viene redatto il piano.

Il *Business Plan* non costituisce uno strumento statico di previsione ma rappresenta un elaborato dinamico che deve evolversi unitamente al progetto sottostante, con l'obiettivo di fornire ai singoli utilizzatori le direttive strategiche, economiche, finanziarie e patrimoniali.

I principi generali di redazione del *Business Plan* sono quelli di:

- **Chiarezza.** Intesa come semplicità di lettura e comprensibilità;
- **Completezza.** Con inclusione di ogni informazione ritenuta rilevante per l'effettiva e consapevole comprensione del progetto;
- **Affidabilità.** Affinché la procedura complessiva risulti affidabile, è necessario che:
 - a. la raccolta dei dati sia documentata;
 - b. l'elaborazione dei dati sia sistematica;
 - c. l'analisi dei dati sia controllabile.

- **Attendibilità.** L'attendibilità del *Business Plan* si risolve nel giudizio mediato derivante dal confronto e dalla verifica tra:
 - le simulazioni dinamiche proposte dal piano;
 - i riscontri logico-quantitativi effettuabili su singoli elementi del piano o rappresentazioni globali dello stesso.
- **Neutralità.** La redazione deve essere curata con criteri obiettivi e ponderati e non deve essere influenzata da fini non dichiarati che il redattore o il committente intendono perseguire. Il principio che deve guidare il redattore è quello di raggiungere un risultato che consenta di informare il soggetto economico, gli amministratori ed i terzi, sull'evoluzione della situazione aziendale nel suo complesso e delle varie aree che la compongono, al fine di condurre l'azienda da un determinato punto di partenza ad un nuovo punto di equilibrio prestabilito.
- **Trasparenza.** Deve essere possibile percorrere a ritroso ogni elaborazione del piano, dal risultato di sintesi al singolo elemento di analisi e di ciascun dato elementare deve essere identificabile la fonte.
- **Prudenza.** Le ipotesi sottostanti alla redazione del *Business Plan* devono rappresentare gli scenari più probabili alla data di redazione del piano pluriennale. Nella eventualità di due o più scenari alternativi, di pari probabilità di realizzazione, è necessario adottare quello che fornisce –in termini economici– minori ricavi e/o maggiori costi ovvero –in termini finanziari– una maggiore esposizione debitoria. Il principio di prudenza implica valutazioni ragionevoli e spiegazioni adeguate sui criteri di adottati.

1.2.3. Descrizione dell'azienda e della sua storia

Scopo e contenuto

La presente sezione ha lo scopo di sancire ed illustrare il principio secondo cui la redazione del *Business Plan* non può prescindere dall'acquisizione di una conoscenza e consapevolezza complessiva e preliminare circa la realtà aziendale già avviata ed operativa cui si riferisce il suddetto piano, ovvero circa i soggetti proponenti la nuova iniziativa imprenditoriale, qualora sia questo il contenuto stesso del suddetto piano previsionale.

Descrizione delle caratteristiche dell'azienda già esistente

La descrizione dettagliata, analiticamente completa dell'azienda e delle sue caratteristiche, in termini di storia pregressa della sua proprietà, della sua forma giuridica, della sua composizione societaria, dei suoi organi di

amministrazione e controllo, del suo *top management*, della presenza o meno di legami con altre aziende fornisce, anche a colui che dovrà redigere il *Business Plan*, una base informativa sulla quale operare le scelte di impostazione e di definizione del progetto imprenditoriale e del conseguente piano aziendale. Andranno descritti:

- lo stato giuridico dell'azienda
- le origini ed una sintesi storica recente
- i rapporti interaziendali rilevanti
- le attività ed i prodotti attuali
- l'organizzazione
- l'analisi del mercato e della concorrenza

Descrizione del nuovo progetto d'impresa (Start-up)

Qualora il *Business Plan* abbia ad oggetto una nuova iniziativa imprenditoriale, ossia la costituzione di una nuova azienda, preliminarmente alla formulazione delle previsioni sulla futura attività del nuovo soggetto occorre fornire una descrizione dei proponenti l'iniziativa.

Caratteristiche dei promotori e/o fondatori

Vanno fornite informazioni sui componenti del gruppo imprenditoriale, sottolineando esperienze professionali, aspirazioni e motivazioni, capacità di finanziamento e di gestione.

Costituiscono elementi da considerare in tale ambito:

- capacità di apporto finanziario e patrimoniale, derivabili da verifiche sulle disponibilità finanziarie e patrimoniali;
- competenze manageriali derivabili da esperienze imprenditoriali o lavorative oppure da preparazione culturale specialistica;
- competenze tecniche relative al prodotto/servizio che si intende offrire, ivi compresa la conoscenza del mercato di riferimento;
- competenze tecnologiche relative ai processi produttivi;
- aspirazioni e motivazioni all'iniziativa.

Tali elementi dovrebbero essere considerati ricorrendo alla cronistoria degli avvenimenti più significativi che hanno caratterizzato la vita imprenditoriale del promotore dell'iniziativa almeno negli ultimi tre anni.

La descrizione dei promotori e/o fondatori rappresenta nelle nuove iniziative un punto fondamentale del *Business Plan*, non essendovi una storia pregressa dell'azienda in quanto autonoma organizzazione. Pertanto, occorre discernere l'affidabilità dei soggetti proponenti l'iniziativa attraverso l'attenta applicazione dei principi generali di *Business Planning*.

1.2.4. Analisi dei mercati di riferimento dell'iniziativa, formulazione del relativo piano di marketing e di vendita e posizionamento competitivo

Scopo e contenuto

La corretta elaborazione del piano di fattibilità aziendale richiede l'adeguata conoscenza delle caratteristiche del mercato in cui l'azienda opera o intende operare, cioè le caratteristiche attuali e future della domanda e dell'offerta, nonché i fattori critici per il successo delle iniziative economiche riguardanti tale mercato e gli specifici punti di forza e debolezza dell'iniziativa presentata nel piano, rispetto ai suddetti fattori critici.

Natura e finalità del piano di marketing

Documento utile per:

- comprendere la validità dell'idea imprenditoriale su cui si basa il progetto d'impresa che si intende porre in essere, dal punto di vista della sua capacità di soddisfare i bisogni rinvenibili nel mercato, anche tenendo conto dell'offerta concorrente;
- pianificare e controllare l'attività commerciale svolta dall'azienda.

Quindi, il piano di *marketing* non si risolve semplicemente nella previsione delle iniziative di pubblicità, promozione e vendita, ma è orientato all'individuazione dei bisogni e dei desideri insoddisfatti dei potenziali clienti ed a sviluppare, promuovere e distribuire prodotti in grado di appagarli.

Contenuto e forma del piano di marketing

Fasi della redazione:

- **Analisi del mercato.** Si raccolgono, analizzano ed elaborano informazioni attuali, storiche ed eventualmente previsioni di terzi riguardanti l'andamento complessivo di uno o più mercati in cui l'azienda intende rafforzare la sua posizione o inserirsi. Tale fase è finalizzata, anzitutto, a selezionare il mercato o i mercati più opportuni da presidiare e, successivamente, a comprenderne il possibile andamento futuro;
- **Definizione della strategia di marketing e delle attività commerciali da parte dell'azienda.** In questa fase, si definiscono la strategia e le azioni operative per il presidio dei mercati individuati. Vengono elaborate previsioni tanto sui ricavi di vendita sviluppati dall'iniziativa cui si riferisce il *Business Plan*, quanto sui costi derivanti dalle attività di concezione/sviluppo, distribuzione commerciale, promozione e

pubblicità del prodotto. La strategia e le azioni di marketing comprendono, quindi, le decisioni riguardanti la segmentazione del mercato per l'identificazione delle categorie di "clienti obiettivo" (*target*), il posizionamento di mercato, il *marketing-mix* e i livelli di spesa di *marketing*.

Elaborazione del piano di marketing

La struttura del piano di marketing prevede:

- **Analisi del mercato dal lato della domanda**, con l'individuazione di bisogni e desideri che potrebbero trovare soddisfazione attraverso il consumo di un dato bene;
- **Analisi del mercato dal lato dell'offerta**, finalizzata alla comprensione dell'intensità della concorrenza attuale e prospettica rispetto alla domanda osservata;
- **Individuazione dei fattori chiave di successo** per la soddisfazione della clientela e la stima delle minacce ed opportunità derivanti dall'evoluzione prevedibile dell'ambiente in cui si intende operare e dei punti di forza e debolezza del progetto d'impresa che si intende realizzare rispetto ai suddetti fattori critici;
- **Formulazione delle previsioni di vendita** (quantità dei prodotti obiettivi di vendita e ricavi attesi) e **delle previsioni dei costi** legati alla realizzazione della struttura commerciale e delle altre azioni operative di marketing ritenute opportune per veicolare il prodotto al mercato.

In definitiva, le prime tre parti e la stima dei volumi e valori di vendita individuano il piano strategico di *marketing*, ovvero un documento previsionale relativo a tre o più anni, che espone la percezione dei decisori aziendali in merito alla posizione dell'azienda nei mercati rispetto ai concorrenti ed alla domanda. Diversamente, la stima dei costi di *marketing* e di quelli commerciali costituiscono il cd. piano tattico-operativo, che consiste nel programmare nel dettaglio le azioni da intraprendere per il raggiungimento dei risultati del primo anno del piano di *marketing* strategico.

1.2.5. Formulazione del piano degli investimenti previsti e dei relativi costi

Contenuto e forma del piano degli investimenti

Il piano degli investimenti descrive, analizza e quantifica la programmazione aziendale per l'acquisizione di fattori ad utilità ripetuta. Esso si articola in una o più tabelle, e nelle relative note esplicative. Le

tabelle e le note devono riportare almeno le seguenti informazioni:

- descrizione tecnica e tempistica di realizzo degli investimenti previsti;
- quantificazione monetaria degli investimenti previsti, considerando tutti i fabbisogni che deriveranno dall'attuazione del progetto, come:
 - i) i costi di acquisizione delle immobilizzazioni materiali, con specifica indicazione di tutti i vari oneri necessari per giungere al risultato di capacità produttiva installata e funzionante;
 - ii) i costi derivanti dall'acquisizione delle immobilizzazioni immateriali, sia legate ad aspetti tecnico-produttivi sia ad aspetti commerciali;
 - iii) i fabbisogni derivanti da incrementi del capitale circolante operativo. Si tratta di un aspetto che richiede uno stretto legame con l'elaborazione dei conti economici di previsione, in quanto la realizzazione di livelli di vendite e di produzione determinano incrementi negli impieghi in crediti commerciali e scorte che solitamente sono superiori agli incrementi di debiti di funzionamento (in particolare verso fornitori).

A supporto della quantificazione monetaria, occorre precisare:

- la determinazione della vita utile ed i relativi possibili riflessi sul conto economico;
- l'articolazione temporale degli esborsi derivanti dalle condizioni di pagamento dei fornitori di immobilizzazioni;
- l'eventuale ricorso a beni già di proprietà dell'azienda, il cui impiego non richiede nuovi esborsi;
- l'eventuale realizzo derivante dalla dismissione di cespiti preesistenti e l'eventuale realizzo derivante dalla dismissione dell'investimento al termine della sua vita utile o eventuali costi di disinvestimento.

Le incentivazioni in base alle norme specifiche

Il programma di investimenti generalmente ha anche l'obiettivo di utilizzare tutte le forme e le normative agevolative valide nel periodo specifico di realizzazione. Pertanto sarà opportuno verificare:

- se l'impresa ha previsto il ricorso a tali forme di incentivazioni;
- quali sono i provvedimenti normativi oggetto della domanda di agevolazione;
- quali sono le agevolazioni conseguibili e le condizioni da rispettare perché siano fattivamente acquisite;
- l'esame della documentazione prodotta per acquisire dette agevolazioni e la tempistica d'incasso delle somme agevolate;
- l'eventuale inserimento e le conseguenti variazioni di tali

agevolazioni nell'ambito del *Business Plan* redatto dall'impresa.

Le considerazioni legate all'eventuale acquisizione di dette agevolazioni finanziarie dovranno trovare adeguato riferimento nell'ambito dell'analisi di sensitività dei fattori di successo dell'iniziativa imprenditoriale.

1.2.6. Elementi per la redazione del bilancio di previsione

Scopo e contenuto

La redazione del *Business Plan* prevede la predisposizione di un "bilancio di previsione", riferito ai diversi esercizi previsti dal periodo temporale oggetto di previsione ed articolato in tre prospetti sinottico-contabili: il **conto economico**, il **piano finanziario** e la **situazione patrimoniale**.

Conto economico di previsione

È il prospetto che descrive e quantifica i componenti positivi e negativi che concorrono alla formazione del reddito in ciascuno dei periodi che compongono l'arco temporale di previsione del *Business Plan*. Il conto economico di previsione consente di pervenire alla determinazione e misurazione del risultato economico netto, riferimento fondamentale per i finanziatori a titolo sia di capitale di rischio sia di capitale di prestito, in quanto esprime la possibilità di distribuzione di dividendi e la capacità di assorbimento del servizio del debito dal punto di vista economico. Inoltre, l'individuazione periodica dei risultati economici attesi consente di stimare la capacità di autofinanziamento dell'impresa, contribuendo alla successiva pianificazione finanziaria.

La redazione del conto economico di previsione, pur con tutte le cautele e le considerazioni legate al conseguimento dei ricavi attesi, nonché alla puntuale stima dei costi (fissi e variabili) previsti, deve anche considerare il punto di pareggio aziendale (*break-even point*). Con tale espressione intendiamo il momento in cui i ricavi attesi sono pari ai costi attesi, fissi e variabili.

Infatti, in particolare nei periodi di crisi latente del mercato, con consumi tendenzialmente stazionari o in flessione, si pone l'obbligo di individuare il punto di pareggio che, come ben noto, è strettamente legato al margine aziendale stimato. Tali considerazioni saranno utili per poter compiutamente determinare fino a quale punto l'impresa può essere disposta a sacrificare parte del suo margine stimato ed evitare, quindi, di inserirsi in una fase di domanda debole, tendenzialmente portata a creare uno stato di difficoltà finanziaria. Questo significa dover calcolare

alternativamente:

- 1) di quanto può flettersi il fatturato aziendale, ovvero
- 2) di quanto può ridursi il margine per evitare di trovarsi in una situazione di perdita.

Piano finanziario di previsione

È il prospetto che fornisce informazioni sui flussi finanziari complessivi previsti per la realizzazione del progetto. Conseguentemente all'identificazione ed alla quantificazione dei fabbisogni relativi al progetto, il piano finanziario esplicita le conseguenti coperture finanziarie ipotizzate e fornisce informazioni in merito ai loro elementi fondamentali: ammontare, forme tecniche, tempi e costi. In tal modo, il piano finanziario configura la struttura finanziaria dell'azienda che realizza il progetto e definisce la dinamica finanziaria attesa per effetto della realizzazione del piano degli investimenti e del piano delle coperture finanziarie, ossia l'entità e la tempistica con cui i flussi finanziari si manifesteranno nell'ambito della complessiva gestione aziendale.

Situazione patrimoniale di previsione

Si tratta del prospetto che descrive, rappresenta e quantifica la situazione dei componenti patrimoniali dell'azienda nell'arco temporale di previsione del *Business Plan*. La formulazione dello stato patrimoniale di previsione consente di prevedere l'ammontare e la composizione del patrimonio netto nonché la sua evoluzione nel tempo, grazie alla successione dei prospetti relativi ai vari periodi; consente, inoltre, di verificare i rapporti che si prevede sussisteranno fra gli elementi attivi e passivi che lo compongono, e in che modo gli stessi verranno a modificarsi per effetto della gestione economica e della gestione finanziaria, che emergono, rispettivamente, dal conto economico di previsione e dal piano finanziario. Queste informazioni forniscono elementi di conoscenza per i finanziatori a titolo sia di capitale di rischio che di capitale di prestito, in quanto sintetizzano gli effetti che la gestione è idonea a produrre sulla ricchezza aziendale considerata in un'ottica di futuro funzionamento, a garanzia della continuità nel tempo del progetto d'impresa.

1.2.7. Valutazione complessiva del progetto d'impresa

Scopo e contenuto

La redazione del *Business Plan* non può prescindere dalla valutazione

finale e complessiva in ordine al rendimento e al grado di concreta realizzabilità del progetto. Il processo di redazione del *Business Plan* deve, pertanto, prevedere il calcolo del rendimento atteso per il progetto d'impresa complessivamente inteso e il relativo rischio di fattibilità.

SWOT Analysis

Deve contenere una valutazione dei punti di forza e di debolezza interna del progetto e una stima delle opportunità e delle minacce esterne del progetto stesso.

Rendimento

Si tratta del rendimento complessivo del progetto; rappresenta il tasso di attualizzazione che rende pari a zero i flussi di cassa, positivi e negativi, evidenziati nel piano finanziario di previsione.

Rischio

Si tratta del rischio complessivo del progetto d'impresa che riflette l'aleatorietà degli scenari strategici, operativi e finanziari utilizzati in sede di redazione del *Business Plan*.

Scenari

Sempre nell'ottica di supportare il destinatario del documento nell'analisi dei risultati, deve contenere una descrizione analitica delle principali variabili "base" utilizzate per la redazione del documento.

Sensitività e fattori critici di successo

Deve esplicitare, tramite un'analisi di sensitività, i principali scenari alternativi rispetto alle ipotesi base ed ai relativi rendimenti.

1.2.8. Criticità nella elaborazione

Organizzazione del lavoro e definizione del processo di costruzione ed approvazione interna

Per predisporre un *Business Plan* bisogna porsi anzitutto il problema di come reperire le informazioni all'interno dell'azienda, quali responsabili coinvolgere, e come arrivare alla definizione di un documento che sia coerente nelle sue singole parti e complessivamente rappresentativo dell'azienda. Inoltre, la diffusione di un piano di lavoro condiviso aiuta a coinvolgere le persone che detengono le informazioni e a contestualizzare il loro contributo. A questo riguardo, è importante fare una ricognizione

della disponibilità delle informazioni in azienda prima di definire il piano di lavoro. Bisogna quindi definire un “processo di pianificazione” in cui:

- ruoli e responsabilità siano aderenti all’organizzazione aziendale;
- sia prevista una sequenza logica di costruzione del piano;
- siano previsti dei momenti di verifica intermedi sia sulle singole componenti;
- sia sui contenuti complessivi del documento;
- siano previsti tempi di realizzazione;
- una volta concluso l’iter di definizione del documento, questo costituisca un obiettivo condiviso e chiaro per ogni singolo responsabile coinvolto.

Identificazione del livello di dettaglio delle proiezioni economiche

Il *Business Plan*, inteso come processo di definizione/aggiornamento delle strategie, è sicuramente un momento fondamentale di un processo più ampio nell’ambito della Pianificazione e Controllo o Controllo Direzionale. Talvolta si sottovaluta l’interconnessione e la necessaria confrontabilità del *Business Plan* con le altre forme di previsione o con i dati consuntivi. In questo caso, il rischio è di elaborare un documento sostanzialmente a sé stante. A questo riguardo, è opportuno interrogarsi su quale sia il livello di dettaglio significativo ed opportuno a cui spingere la simulazione. Se, ad esempio, l’azienda è abituata a darsi degli obiettivi e monitorarli a livello divisionale o geografico, risulterà scarsamente efficace predisporre un *Business Plan* solo a livello aziendale, sia dal punto della attribuzione degli obiettivi ai singoli responsabili che della confrontabilità successiva con le altre rappresentazioni previsionali o consuntive. In questa fase, è necessario:

- identificare e condividere un livello di elaborazione comune alle altre rappresentazioni aziendali;
- adottare schemi di rappresentazione che consentano un’agevole confrontabilità con altri documenti aziendali.

Identificazione dei parametri economici interni all’azienda

Un altro tema basilare per la redazione del *Business Plan*, e che attiene principalmente alla raccolta dei dati, è l’identificazione dei vari *cost & revenue drivers* aziendali e delle loro dinamiche. Il *Business Plan* spesso viene redatto con tecniche e livelli di dettaglio che non sono comuni ad altre forme di stime previsionali come il preconsuntivo o il *Budget*. Ciò implica il rischio di utilizzare, nelle proiezioni economiche e conseguentemente finanziarie e patrimoniali, parametri di sintesi che

possono rendere poco attendibili alcune rappresentazioni. Altro problema da monitorare è rappresentato dalle dinamiche spesso non lineari tra parametri di costo o ricavo individuati ed i volumi ipotizzati e le eventuali correlazioni fra di essi. Per evitare questi rischi è opportuno verificare che le elaborazioni economiche siano:

- effettuate con parametri efficacemente rappresentativi della complessità aziendale e dei suoi processi produttivi;
- verificate con l'analisi dei corrispondenti andamenti storici;
- effettuate con la condivisione dei responsabili.

1.3. Possibile schema di *Business Plan*

Di seguito vengono esemplificate alcune strutture che un *Business Plan* potrebbe avere:

Parte generale consuntiva

- a.1. Notizie generali
- a.2. Produzione e mercato di riferimento
- a.3. Struttura produttiva
- a.4. Rapporti con il sistema creditizio

Parte analitica consuntiva

- b.1. Andamento economico della gestione
- b.2. Informazioni economiche

Parte previsionale

- c.1. Programma degli investimenti
 - c.1.1. Localizzazione degli investimenti
 - c.1.2. Tempistiche degli investimenti
 - c.1.3. Descrizione dell'iniziativa da realizzare e degli obiettivi da conseguire
 - c.1.4. Risorse umane previste per la realizzazione dell'iniziativa
 - c.1.5. Dettaglio degli investimenti
 - c.1.6. Piano economico, finanziario e patrimoniale
- c.2. Valutazione complessiva del progetto
 - c.2.1. Valutazione del programma degli investimenti
 - c.2.2. Valutazione del piano di marketing
 - c.2.3. Valutazione delle conseguenze economiche, finanziarie e patrimoniali prodotte dalla realizzazione del progetto

1.4. Articolazione del BP nelle diverse fasi di vita dell'azienda

La redazione del BP trova proprie specificità nelle diverse situazioni d'impresa: diverse sono le informazioni necessarie per decidere nella fase di *Start-up*, o in quella di consolidamento, o in quella di *turnaround*.

Nelle pagine successive delineeremo le caratteristiche e discuteremo esempi concreti di BP nelle diverse fasi di vita di un'azienda, al fine di fornire uno strumento agile per supportare l'imprenditore nel suo rapporto con i diversi interlocutori.

A completamento di questo primo capitolo di linee guida, nella fig. 1.1. riportiamo l'esempio di indice di BP di una nota società di consulenza. La sfida è di coniugare essenzialità e completezza delle informazioni, per arrivare a un documento completo, ma agile, utile e in grado di soddisfare le esigenze dei contraenti che intervengono nel rapporto.

1. *Executive summary*
2. Descrizione dei prodotti e dei servizi offerti
3. Il *Management team*
4. Analisi del mercato e dei principali competitors
5. Piano delle vendite e strategie di *marketing*
6. Modello di *business*, organizzativo e di *corporate governance*
7. *Timing*
8. Opportunità e minacce
9. Piano finanziario e modalità di finanziamento dei progetti

Fig. 1.1.
Esempio sintetico di *Business Plan* (Modello Mc Kinsey)

2. IL BP PER UNA START-UP^(*)

2.1. Il Business Plan per una Start-up: lo sviluppo di un'idea

Nel nostro Paese non è mai stata particolarmente diffusa la pratica di presentare una Nuova Impresa attraverso un documento appositamente redatto allo scopo, il *Business Plan*, soprattutto per le iniziative di minore dimensione (PMI e Microimprese).

Nel mondo anglosassone, ad esempio, è inimmaginabile entrare in affari senza aver predisposto un accurato *Cash Flow Statement* (Prospetto Riepilogativo dei Flussi di Cassa) che consenta agli *Stakeholder* (Banche, Fornitori e Clienti) di poter apprezzare le potenzialità economiche dell'impresa.

In tempi recenti, fortunatamente, è venuto prepotentemente alla ribalta nel nostro paese il tema del *Business Plan* in riferimento al fenomeno delle c.d. 'Start-up', viste come opportunità per la creazione di Nuove imprese.

Varie sono state le iniziative, sia legislative che operative, che hanno cercato di fornire le basi per lo sviluppo sistematico di nuove Imprese.

Quando si pensa ad una *Start-up*, ovvero ad un'impresa 'Nuova', è infatti naturale immaginarla come principalmente volta a mostrare le proprie potenzialità di realizzabilità, crescita e sviluppo.

In quest'ottica il *Business Plan* è considerato a tutti gli effetti il documento fondamentale per illustrare le attività presenti e future della nuova impresa.

Qui di seguito quindi proveremo a fare il punto delle iniziative finora adottate, sia da un punto di vista legislativo che operativo, per facilitare la diffusione delle *Start-up* nel nostro paese.

^(*) A cura di Riccardo Selavi, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e Francesco Aldo De Luca, segretario Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

Offriremo poi ai nostri lettori un interessante spunto su un nuovo strumento, il c.d. *'Business Model Canvas'*, a nostro giudizio particolarmente adatto alla verifica della consistenza della formula imprenditoriale che la *Start-up* intende adottare.

2.1.1. Le c.d. *'Start-up innovative'*

Il 19 dicembre 2012 è entrato in vigore il Decreto Legge Crescita 2.0, convertito legge 17 dicembre 2012, n. 221, che ha provveduto all'istituzione del registro delle *Start-up innovative*, definendone nel contempo anche i requisiti di ammissione, le modalità di iscrizione, vantaggi ed agevolazioni loro destinate.

Successivamente con il Decreto-Legge n. 76 del 28 giugno 2013 (c.d. Decreto Lavoro) sono state ulteriormente affinate le regole concernenti rilevanti aspetti della normativa dedicata alle *Start-up innovative*.

Secondo la legge italiana, una *Start-up innovativa* è una società di capitali di diritto italiano, costituita anche in forma cooperativa, o una società europea avente sede fiscale in Italia, che ha come oggetto sociale esclusivo o prevalente **lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico**, con l'obiettivo di contribuire allo sviluppo di una nuova cultura imprenditoriale, creare un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, promuovere maggiore mobilità sociale, attrarre talenti in Italia e capitali dall'estero.

Le imprese che vogliono assumere tale qualifica devono presentare al Registro delle Imprese l'apposita domanda allegando una dichiarazione attestante il possesso dei requisiti di legge.

Tali requisiti devono sussistere al momento della presentazione della domanda per le imprese costituite dopo il 19/12/2012; per le altre imprese, invece, i medesimi requisiti devono sussistere entro quest'ultima data.

Per assumere la qualifica di *Start-up innovativa*, l'impresa deve avere i requisiti indicati di seguito:

- a) società di capitali, anche in forma cooperativa, che svolga attività d'impresa da non più di 48 mesi dalla data di presentazione della domanda;
- b) il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non sia superiore a 5 milioni di euro, a partire dal secondo anno di attività;
- c) non distribuisca e non abbia distribuito utili;
- d) non sia stata costituita da una fusione, scissione societaria o a

seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

e) il Decreto Lavoro, ha, infine, eliminato il requisito in base alla quale la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea dei soci debba essere detenuta solo da persone fisiche.

Ai fini della qualificazione dell'impresa come Start-up, inoltre, è necessario che ricorra uno dei seguenti presupposti:

1) le **spese in ricerca e sviluppo** devono essere uguali o superiori al 20% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della Start-up innovativa. Tale percentuale, con l'art. 9, comma 16, del Decreto-Lavoro, è scesa al 15%.

Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse quelle per l'acquisto e la locazione di beni immobili.

Sono invece da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo quelle relative allo sviluppo pre-competitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del *Business Plan*, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Tali spese, chiaramente, devono risultare dall'ultimo bilancio approvato e devono essere descritte in nota integrativa.

In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della Start-up innovativa;

2) impiego di dipendenti o collaboratori, a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che stia svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero; in alternativa, tale presupposto, viene integrato, a seguito dell'art. 9, comma 16 del Decreto Lavoro, anche quando l'impresa possa vantare del personale in possesso di laurea magistrale in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva;

3) l'impresa sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà prodotti alimentari vegetali direttamente afferenti l'oggetto sociale e l'attività d'impresa; in alternativa, anche tale presupposto, a seguito della

nuova normativa, potrà essere integrato nell'ipotesi in cui l'impresa sia titolare dei diritti relativi ad un software registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore.

Le società già costituite alla data di entrata in vigore della legge di conversione sono considerate Start-up innovative qualora depositino, presso l'ufficio del registro delle imprese, una dichiarazione che attesti il possesso dei requisiti previsti.

La procedura operativa prevede che la domanda debba essere inoltrata in formato elettronico e debba contenere le seguenti informazioni:

- a. data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio;
- b. sede principale ed eventuali sedi periferiche;
- c. oggetto sociale, breve descrizione dell'attività svolta (comprese le attività e le spese in ricerca e sviluppo);
- d. elenco dei soci e delle società partecipate;
- e. indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale che lavora nella Start-up;
- f. indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca;
- g. ultimo bilancio depositato;
- h. le società, inoltre, devono assicurare l'accesso informatico a tutte queste informazioni dalla homepage del proprio sito internet.

Entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio, il legale rappresentate della Start-up innovativa o dell'incubatrice di Start-up deve attestare il mantenimento dei requisiti, depositando apposita dichiarazione presso l'ufficio del registro delle imprese.

In caso di perdita dei requisiti, entro 60 giorni dalla perdita stessa, la Start-up innovativa e l'incubatrice sono cancellate d'ufficio dalla sezione speciale del registro delle imprese, retrocedendo nella sezione ordinaria. Alla perdita dei requisiti è equiparato il mancato deposito della dichiarazione relativa al mantenimento dei requisiti.

2.1.1.1. Alcune agevolazioni normative

Le Start-up innovative godono di particolari agevolazioni normative operanti in vari settori dell'ordinamento.

Le Start-up innovative infatti hanno:

- la facoltà di estendere di dodici mesi il periodo di c.d. "rinvio a nuovo" delle perdite (dalla chiusura dell'esercizio successivo alla chiusura del secondo esercizio successivo) e, nei casi di riduzione al di sotto del

minimo legale, di consentire il differimento della decisione sulla ricapitalizzazione entro la chiusura dell'esercizio successivo;

- la facoltà di utilizzare anche per le Start-up innovative costituite in forma di srl alcuni istituti ammessi solo nelle spa; in particolare, la libera determinazione dei diritti attribuiti ai soci, attraverso la creazione di categorie di quote anche prive di diritti di voto o con diritti di voto non proporzionali alla partecipazione, o l'emissione di strumenti finanziari partecipativi;

- la facoltà di offrire al pubblico quote di partecipazione in Start-up innovative costituite in forma di srl, consentendo di facilitarne l'accesso al capitale indipendentemente dalla forma giuridica prescelta;

- la facoltà di deroga al divieto assoluto di operazioni sulle proprie partecipazioni, qualora l'operazione sia effettuata in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di strumenti finanziari a dipendenti, collaboratori, componenti dell'organo amministrativo o prestatori di opere o servizi, anche professionali (c.d. *stock options e work for equity*);

- la facoltà di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali, o anche di diritti amministrativi, che escludano il voto nelle decisioni dei soci.

Le Start-up innovative sono esonerate dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale.

Per quanto riguarda l'accesso al credito, le Start-up potranno accedere senza oneri e in modo semplificato al Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese, anche mediante la previsione di condizioni di favore in termini di copertura e di importo massimo garantito.

Viene introdotta un'apposita disciplina per la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese Start-up innovative attraverso portali online, avviando una modalità innovativa di raccolta diffusa di capitale (c.d. *crowdfunding*).

2.1.1.2. Le agevolazioni in materia di lavoro

Le agevolazioni in materia, avendo quale finalità un nuovo rilancio dell'occupazione, soprattutto giovanile, si muovono in una duplice direzione: maggiore flessibilità in ingresso ed abbassamento del costo del lavoro.

Riguardo al primo versante, l'art. 28, L. n. 221/2012 prevede, per un periodo di quattro anni, la derogabilità alle restrizioni in materia di

assunzioni a tempo determinato di cui alla L. n. 368/2001.

Premettendo che il predetto limite temporale quadriennale in relazione alle imprese già costituite si riduce proporzionalmente, le deroghe in parola riguardano i seguenti aspetti:

- ferma restando la possibilità (genericamente prevista per tutte le imprese) di stipulare dei contratti c.d. ‘acausali’ per una durata di 12 mesi, le ragioni tecnico-produttive (presupposto di legittimità per l’apposizione di un termine al contratto) si ritengono sussistenti ogniqualvolta l’attività lavorativa sia inerente o strumentale all’oggetto sociale dell’impresa Start-up innovativa;
- la possibilità di stipulare una pluralità di contratti a termine, senza soluzione di continuità, con lo stesso lavoratore, a prescindere dal c.d. periodo di latenza che, attualmente, è di 10 o 20 giorni a seconda che il contratto abbia una durata inferiore o superiore ai sei mesi;
- al fine di coprire il periodo quadriennale sopra richiamato, le Start-up innovative possono stipulare con lo stesso dipendente un altro contratto a termine, ancorché abbia già sfiorato, a vario titolo, il termine massimo dei 36 mesi.

Tale possibilità, tuttavia, è subordinata alla stipula dell’ulteriore contratto presso le Direzioni Territoriali del Lavoro, alle condizioni previste dalla circolare del Ministero del Lavoro n. 13/2008.

Riguardo al secondo versante, occorre osservare come siano previste delle misure immediatamente applicabili quali quelle incentrate:

- sull’esenzione dal contributo addizionale Aspi (per le assunzioni a tempo determinato) pari all’1,4% della retribuzione imponibile ai fini previdenziali;
- sul credito d’imposta per l’assunzione di personale altamente qualificato a tempo indeterminato;
- sulla non assoggettabilità fiscale e contributiva dei redditi del lavoratore (o dei percettori di redditi assimilati al lavoro dipendente) provenienti dall’attribuzione datoriale di strumenti finanziari, *stock options* e *work for equity*.

Sempre nella direzione di una riduzione del costo del lavoro, il legislatore, in capo alla contrattazione collettiva, ha previsto il potere di:

- rideterminare i minimi tabellari in funzione all’avvio delle imprese innovative;
- riadattare le regole collettive inerenti la gestione del rapporto di lavoro alle specifiche esigenze delle Start-up.

Ferma restando la potenziale efficacia di tali misure agevolative, non può non sottolinearsi come lo sviluppo delle imprese innovative già di per

sé concorrerebbe a risolvere uno dei grossi problemi delle politiche occupazionali degli ultimi 20 anni: l'adeguamento del nostro tessuto economico alla domanda di lavoro dei neo-laureati che, non di rado, si vedono occupati in realtà che hanno poco in comune con il percorso di studi da questi intrapreso.

Le Start-up innovative godono di agevolazioni per quanto concerne i costi di costituzione ed in relazione alla copertura delle perdite di esercizio, alla stipula dei contratti di lavoro a termine e, infine, agevolazioni fiscali relative al reperimento di capitali di rischio.

Per quanto attiene ai costi di costituzione, le Start-up innovative e le incubatrici di Start-up non pagano imposte di bollo, diritti di segreteria e diritto annuale della Camera di Commercio. Rimane invece obbligatorio il pagamento dell'imposta di registro.

Le Start-up innovative possono accedere al Fondo centrale di Garanzia per le piccole e medie imprese, come copertura nei confronti degli altri istituti di credito.

Sono previste una serie di agevolazioni anche nell'instaurazione dei rapporti di lavoro.

Le Start-up innovative possono stipulare contratti di lavoro a tempo determinato di durata compresa tra 6 e 36 mesi. Entro i 36 mesi è possibile effettuare anche più rinnovi; dopo i 36 mesi è possibile un solo rinnovo per un anno, alla scadenza del quale il rapporto potrà proseguire solo con l'assunzione a tempo indeterminato.

Le Start-up sono esonerate dal dover dimostrare le ragioni di carattere tecnico, produttivo, organizzativo o sostitutivo, richieste ai fini della legittima apposizione del termine al contratto di lavoro.

Come già accennato, ai rapporti di lavoro a tempo determinato instaurati con le Start-up innovative non si applica il contributo addizionale dell'1,4% della retribuzione imponibile ai fini previdenziali.

Per ciò che concerne il costo del lavoro, la retribuzione dei lavoratori subordinati delle Start-up innovative può prevedere una parte fissa non inferiore alla retribuzione minima del contratto collettivo applicabile, e una parte variabile collegata all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o del gruppo di lavoro o ad altri obiettivi e parametri di rendimento concordati tra le parti, incluse l'assegnazione di opzioni (*stock option*) per l'acquisto di quote o azioni della società.

La legge ha anche stabilito che l'Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane dovrà fornire alle Start-up assistenza in materia normativa, societaria, fiscale, contrattualistica e creditizia.

Provvederà, inoltre, a individuare fiere e manifestazioni internazionali in cui ospitare gratuitamente le Start-up innovative, allo scopo di agevolare l'incontro con eventuali investitori.

Per ciò che riguarda eventuali future procedure concorsuali cui le Start-up innovative dovessero trovarsi ad affrontare, le stesse non sono sottoposte alle procedure concorsuali.

L'indebitamento viene gestito attraverso degli accordi con i creditori, secondo la disciplina destinata ai soggetti non fallibili.

La legge determina anche degli incentivi fiscali per chi investe che nelle Start-up innovative:

- alle persone fisiche, per il 2013, 2014 e 2015 è riconosciuta una detrazione Irpef pari al 19% della somma investita nel capitale sociale della Start-up. L'investimento massimo detraibile non può superare 500.000 euro per ciascun periodo d'imposta e deve essere mantenuto per almeno due anni, pena la decadenza del beneficio e l'obbligo di restituire l'importo detratto, oltre interessi;
- per le società è, invece, disposta, per il 2013, 2014 e 2015, la non concorrenza alla formazione del reddito del 20% della somma investita nel capitale sociale della Start-up. L'investimento massimo non può superare 1.800.000 euro per ciascun periodo d'imposta e deve essere mantenuto per almeno due anni, pena la decadenza del beneficio e il recupero dell'importo detratto, maggiorato degli interessi.

Qualora l'investimento sia effettuato su una Start-up a vocazione sociale (assistenza sociale, sanitaria, socio-sanitaria, educazione, istruzione e formazione, turismo sociale) o su Start-up che sviluppano e commercializzano prodotti e servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico, le percentuali di detrazione o deduzione sono aumentate al 25% e al 27%.

Il Decreto Sviluppo infine ha messo subito a disposizione delle imprese innovative circa 200 milioni di euro provenienti dai fondi stanziati sotto forma di incentivi e da quelli messi a disposizione dal Fondo italiano investimenti della Cassa depositi e prestiti. Ma tale stanziamento è destinato a crescere e ulteriori risorse saranno destinate alle nuove imprese attive nel Mezzogiorno. Appena entrata a regime, la norma relativa alle Start-up impegnerà circa 110 milioni di euro l'anno.

Le Start-up, inoltre, potranno raccogliere capitali di rischio tramite piattaforme online, secondo un metodo già ampiamente diffuso in molti Paesi: il *crowdfunding*.

Il *crowdfunding* si basa sulla promozione dei progetti mediante piattaforme internet specifiche, attraverso cui ottenere finanziamenti, non

già dai classici investitori, ma da tutti coloro che credano in quell'idea. Per questo si parla di “finanziamento dal basso”.

2.2. Il Business Model Canvas

In questa sezione del Quaderno parleremo di uno strumento di pianificazione che presenta notevoli affinità con il *Business Plan*, ma che si differenzia per l'impostazione e per i soggetti cui è destinato. In particolare, adattando all'analisi dei modelli di *business* l'approccio che da oltre un secolo è alla base dell'analisi chimica⁽²⁾, il ricercatore svizzero Alexander Osterwalder⁽³⁾ sostiene che sia necessaria un'analisi qualitativa del *business* prima di procedere alla stesura dell'analisi quantitativa contenuta nel *Business Plan*. In considerazione dei dati che occorre raccogliere per la redazione del *Business Plan* in una Start-up (es. quote di mercato che si possono raggiungere, struttura dei costi di produzione) e dell'aleatorietà inevitabile nello stimarli per un *business* che ancora non esiste, l'approccio di Osterwalder appare pienamente condivisibile in quanto permette di valutare la coerenza di un modelli di *business* prima ancora di averlo definito in termini quantitativi.

L'innovatività di questo approccio appare evidente già dal nome che viene adottato: traducendo in italiano il termine inglese otteniamo la “tela per il modello di impresa”, con il termine “tela” utilizzato nell'accezione della “tela del pittore”. Già dalla definizione comprendiamo come non siamo di fronte ad un piano (“*plan*”) quantitativo bensì ad uno schema o ad un diagramma che ci illustra come l'impresa intende competere nel mercato.

La formulazione completa di questa analisi è contenuta nella tesi di PhD⁽⁴⁾ dal titolo “*Business Model Ontology*”, che Osterwalder ha discusso all'Università di Losanna nel 2004.

⁽²⁾ Frederick Pearson Treadwell, *Analytische Chemie 1. Qualitative Analyse*, 1907 e 2. *Quantitative Analyse*, 1911.

⁽³⁾ <http://alexosterwalder.com>.

⁽⁴⁾ http://www.hec.unil.ch/aosterwa/PhD/Osterwalder_PhD_BM_Ontology.pdf. I richiami in nota senza indicazione della fonte si riferiscono a questo documento.

2.2.1. Quando e perché serve

Nelle prime fasi di ideazione di un nuovo *business* raramente è possibile definire un *Business Plan* compiutamente formalizzato in termini quantitativi, con la determinazione dei flussi finanziari attesi o della struttura di costo; è però già possibile rispondere a domande sul posizionamento strategico della nuova attività, sui punti di forza e di debolezza e sui fattori critici di successo. L'approccio visivo del *Business Model Canvas* (d'ora in poi, BMC) consente di formalizzare in un diagramma tali elementi e, soprattutto, dovendo inserirli in una griglia predefinita, obbliga chi ha concepito il nuovo *business* a definire e formalizzare le interconnessioni tra tutti gli aspetti e i fattori della nuova attività.

Il BMC diviene quindi uno strumento basilare per analizzare dal punto di vista qualitativo una *business idea* prima ancora che siano definibili i dati economici o finanziari che scaturiranno dall'attività stessa e prima ancora, quindi, che vi siano gli elementi per definire il *Business Plan* di una stat-up.

2.2.2. I destinatari

Negli altri capitoli del quaderno vedremo i *Business Plan* per la banca, per il Tribunale ecc. Il BMC non ha invece un destinatario predefinito: può essere presentato a qualunque investitore, come può invece essere destinato a parlare al *management* dell'impresa stessa o all'imprenditore che vuole sviluppare un nuovo modello di *business*. Concentrandosi sui singoli aspetti del *business* e definendo correlazioni e interconnessioni, utilizza un linguaggio che prescinde dal soggetto che lo leggerà, perché si concentra sul contenuto oggettivo del *business* stesso.

Secondo la definizione data dallo stesso Osterwalder⁽⁵⁾, l'ontologia (con la "o" minuscola) del *business* è l'esplicitazione di una concettualizzazione dove "esplicitazione" indica "una struttura semantica intenzionale che codifica le regole implicite che governano la struttura di un pezzo di realtà".

⁽⁵⁾ cfr. § 3.2 "Ontologies".

2.2.3. La struttura del BMC

Osterwalder indica⁽⁶⁾ che l'obiettivo della sua ricerca è quello di fornire un'ontologia, nel senso appena visto, che consenta di descrivere accuratamente il modello di attività di un'impresa e, prendendo spunto dalle *balanced scorecard*, si concentra sulle quattro aree fondamentali dei modelli aziendali, cioè Prodotto, Rapporto con il cliente, Gestione dell'infrastruttura e Aspetti finanziari, dividendole in nove aree di analisi:

Pilastro	Blocco del modello di business	Descrizione
Prodotto	Proposizione di valore	Prodotti/servizi dell'impresa che rappresentano valore per il cliente
Rapporto con il cliente	Cliente tipo	Cliente che si vuole raggiungere
	Canale distributivo	Come si vuole raggiungere il cliente
	Rapporti con il cliente	Collegamento tra l'azienda e il cliente
Gestione dell'infrastruttura	Creazione di valore	Attività che sono necessarie per creare valore per il cliente
	Capacità	Esecuzione ripetitiva di attività che creano valore per il cliente
	Rapporti di collaborazione	Collaborazione volontaria tra due o più imprese al fine di creare valore per il cliente
Aspetti finanziari	Struttura dei costi	Valorizzazione dei fattori produttivi
	Modello di redditività	Flussi finanziari in entrata

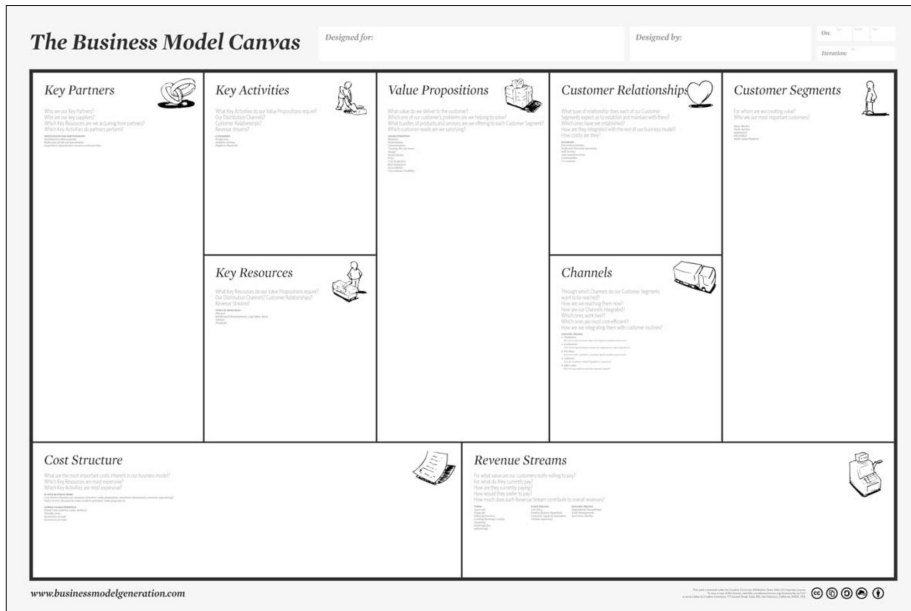
(trad. da Osterwalder 2004)

Il BMC diviene quindi uno schema all'interno del quale l'impresa risponde alle nove domande, esplicitando il modo in cui intende affrontare i quattro elementi fondamentali del business.

⁽⁶⁾ cfr § 4.1.1 “*The Nine Building Blocks*”.

2.2.4. La disponibilità del modello

Il modello, liberamente scaricato da internet⁽⁷⁾, non è coperto da copyright, è pertanto possibile copiare e distribuire il lavoro, adattarlo e farne uso commerciale, a patto che venga rispettata l'attribuzione all'autore.



2.2.5. Un caso concreto: Top Water

Analizziamo ora il caso della società Top Water, titolare della concessione di una sorgente di acqua minerale situata all'interno di un parco nazionale, che decide di utilizzare il BMC per valutare la propria decisione di entrare nel mercato delle acque in bottiglia di fascia premium. Tale fascia di prodotti si caratterizza per avere un prezzo all'acquirente finale dell'ordine di 10 USD per bottiglia da litro e per avere un confezionamento che trasmetta l'immagine del lusso e dell'esclusività del

⁽⁷⁾ <http://www.businessmodelgeneration.com/canvas>.

prodotto; molto spesso i prodotti vengono venduti tramite *co-branding* con uno stilista (es. San Pellegrino Bulgari o Acqua Armani).

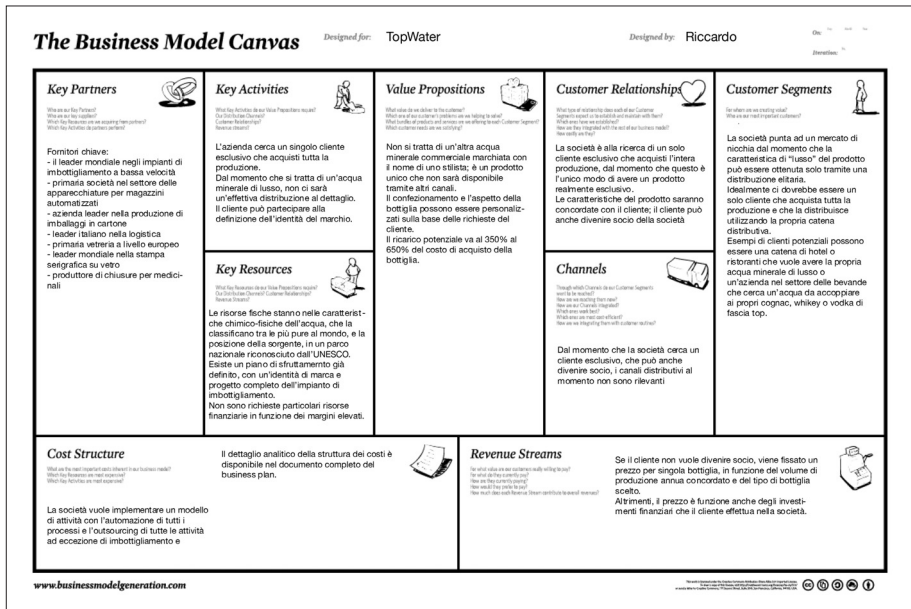
Essendo ancora in fase di Start-up, l'azienda non ha ancora svolto ricerche di mercato per determinare i volumi produttivi realizzabili, per cui non risulta ancora possibile la redazione di un *Business Plan* in termini quantitativi. Al momento dell'analisi, l'azienda non è neppure in grado di definire esattamente quale sarà il mercato di sbocco per il proprio prodotto, dal momento che la fascia di prezzo su cui si colloca, le qualità intrinseche del prodotto (collocazione geografica della sorgente e analisi chimica dell'acqua) ed il prezzo target individuano necessariamente un prodotto di nicchia, vendibile solo in particolari mercati (es. Paesi del Golfo Persico, Singapore, Hong Kong). Prima di intraprendere la redazione di un *Business Plan* in termini quantitativi, l'azienda valuta il proprio modello di *business* lungo le nove dimensioni evidenziate da Osterwalder illustrate nella tabella vista sopra:

Occorrenza nel diagramma	Blocco del modello di business
Key partners	Rapporti di collaborazione
Key activities	Proposizione di valore
Key resources	Creazione di valore
Value propositions	Capacità
Customer relationships	Rapporti con il cliente
Channels	Canale distributivo
Customer segments	Cliente tipo
Cost structure	Struttura dei costi
Revenue streams	Modello di redditività

Nel *canvas* allegato sono evidenti i collegamenti che sussistono tra le asserzioni indicate nelle varie sezioni del modello. Ad esempio, la *value proposition* dell'esclusività del prodotto è connesso con la scelta dei

partner che, dalla fornitura degli elementi di confezionamento, alla realizzazione degli impianti fino alla logistica, sono dei leader a livello nazionale o mondiale. Ma tale *proposition* è altresì connessa con le caratteristiche intrinseche (qualità chimico-fisiche, localizzazione della sorgente) del prodotto evidenziata tra le *Key resources* e, ovviamente, condiziona i rapporti con il cliente (*Customer relations*), canali distributivi (*Channels*) e il tipo di clientela (*Customer segments*).

Il diagramma evidenzia altresì che gli aspetti economici e finanziari (*Cost structure* e *Revenue streams*) sottostanno a tutta la parte strategica dell'attività.



3. IL BP NEL RAPPORTO CON GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN EQUITY^(*)

3.1. Introduzione

Il segmento del mercato dei capitali è un ambito con specifiche competenze, metodologie e capacità operative nonché il punto di incontro tra finanza e gestione aziendale. Costantemente alla ricerca di idee e uomini capaci di mettere a segno risultati prefissati, il *Venture Capital* e il *Private Equity* sono, per questo motivo, grandi fruitori di servizi di consulenza.

In passato si è visto come per le operazioni di *Management Buy Out* l'utilizzo di consulenti fosse destinato quasi esclusivamente alle attività di *Due Diligence* (legale, fiscale e tecnologica), mentre ormai è sempre più frequente il coinvolgimento di un ampio numero di consulenti e in particolare del Commercialista, chiamati a fornire il loro supporto nelle operazioni di *Private Equity*, sia prima che dopo l'investimento iniziale.

Nella maggior parte dei casi, la struttura organizzativa degli operatori di *Private Equity* e *Venture Capital* si contraddistingue per elevata snellezza operativa e rapidità di decisione. Da ciò il ricorso massiccio all'*outsourcing* delle attività da svolgere durante la vita di un investimento: dall'iniziale analisi e valutazione, alla valorizzazione post-acquisizione, fino alla valorizzazione e cessione finale.

3.2. Il rapporto con la consulenza esterna

Il notevole ricorso alla consulenza ha spinto numerose società a strutturarsi al proprio interno creando dipartimenti specifici dedicati al

^(*) A cura di Luciano Tarantino, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

Private Equity, alle loro particolari esigenze, alle loro tempistiche. Per altro la contiguità di competenze e l'esperienza di lavoro hanno portato al passaggio di molti professionisti dalla consulenza al *Private Equity* nonché al lancio di iniziative con autonome disponibilità di capitali da parte di società di consulenza strategica.

Vale la pena precisare che visto le piccole dimensioni delle aziende italiane, rapportandole all'utilità marginale attesa, l'incidenza del costo di intervento di un consulente esterno, rappresenta un fattore critico quando l'investimento dell'operatore di *Private Equity* è modesto e il rischio di sostenere un costo rilevante senza la certezza di completare poi l'operazione, molto elevato.

In ogni caso è crescente la frequenza di utilizzo e la maggioranza degli investitori ricorrono sempre e in ogni progetto, a consulenti di tipo strategico direzionale. Ciò avviene per essere in grado di dare elementi di giudizio e risposte adeguate a chi, al proprio interno, deve prendere la decisione di investimento e che in tante situazioni vanno a favore anche di utilizzatori esterni (esempio delle banche finanziatrici, in caso di investimento) nonché di potenziali acquirenti o di organi di Borsa, in caso di disinvestimento.

Altro fattore che ha portato ad una forte spinta verso l'uso di consulenti esterni è stato il cospicuo ricorso negli anni passati alle operazioni di M&A, laddove il tempo ristretto concesso all'attività di analisi e verifiche di cosiddetta *due diligence* e il limitato accesso dato all'azienda ed al suo *management* rendono impossibile parlare e approfondire con il management dell'azienda e raccogliere direttamente le informazioni, senza il filtro dell'azionista e dei suoi *advisor*.

Se per un potenziale acquirente, magari già concorrente dell'azienda target, è relativamente facile supplire a questa carenza, per un investitore finanziario la difficoltà è notevole e l'unica strada percorribile è quella di avvalersi di società di consulenza specializzate nel mettere a disposizione in poco tempo team di professionisti con esperienza specifica di *due diligence*, capaci di lavorare coordinandosi con gli altri team coinvolti nell'operazione. Solo così ci si può assicurare un gruppo di lavoro tale da garantire quantità e qualità di informazioni e analisi da fornire al cliente, rispettando allo stesso tempo le stringenti tempistiche previste.

Ed è proprio questo ultimo aspetto il nodo cruciale, oggi più che in passato, dato il contesto competitivo venutosi a creare. L'investitore di *Private Equity* è pienamente consapevole che maggiore è la qualità e quantità delle informazioni a disposizione e più alte sono le sue probabilità di valutare meglio i rischi e le potenzialità.

3.3. Il rapporto fra investitore e consulente

Tale evoluzione ha determinato ulteriori sviluppi nel rapporto fra investitore e consulente, anche in termini di ampliamento delle aree da coprire e degli obiettivi dell'incarico nella fase di pre-acquisizione. In tal senso, l'oggetto dell'intervento del consulente supera frequentemente il solo supporto volto alla comprensione della complessità dell'azienda.

Dalla valutazione del suo posizionamento strategico, normalmente accompagnata dalla identificazione dei fattori critici di successo e dalla analisi (anche quantitativa) dei *trend* delle principali variabili in gioco in quello specifico *business*, si arriva al presidio di temi più specifici, primo fra tutti il *Business Plan*.

Ed ecco che proprio lo strumento del BP diventa lo strumento fondamentale per arrivare a:

- una definizione dei possibili scenari di mercato futuri ai quali applicare un'analisi di sensitività delle principali variabili del *Business Plan* dell'azienda. Ciò implica non solo l'identificazione delle aree di criticità nel mercato, nell'azienda e nel *Business Plan* presentato (indipendentemente dal fatto se siano minacce celate al potenziale acquirente o semplicemente sconosciute alla direzione dell'azienda) ma anche la stima del possibile impatto sui risultati futuri, al netto delle possibili azioni correttive;
- la corretta stima delle risorse necessarie per raggiungere gli obiettivi contenuti nei piani aziendali;
- la valutazione delle procedure interne e dei relativi sistemi di rilevazione, pianificazione e controllo;
- l'identificazione e analisi di opportunità di crescita non solo organica ma anche attraverso acquisizioni;
- l'appetibilità strategica dell'azienda per i potenziali compratori di settore nel tempo e, in particolare, nel momento previsto per il futuro disinvestimento.

Si tratta in buona sostanza di estensioni dello scopo dell'intervento richiesto al consulente e di approfondimenti che vanno oltre l'analisi critica della rappresentazione dell'azienda fornita dall'imprenditore e, compatibilmente con i tempi e la disponibilità di informazioni di mercato, tendono a soddisfare la crescente esigenza dell'investitore finanziario di superare tre problemi principali:

1. colmare il tipico *gap* da asimmetria di informazioni, che lo penalizza rispetto al concorrente che già opera nel settore, in modo da farsi apprezzare dal venditore e, soprattutto, dal *management* dell'azienda target come un partner ugualmente capace e veloce nel comprendere i

problemi specifici dell'azienda;

2. disporre di un *Business Plan* che sia stato studiato e validato dal proprio consulente di fiducia, anche in contraddittorio con il *management* dell'azienda target, e su cui possa elaborare la struttura finanziaria migliore per sé e per le banche coinvolte nel finanziamento;

3. aver messo a fuoco le aree critiche sulle quali occorrerà lavorare in futuro, ma sulle quali è possibile creare del valore.

Dal contesto sopra descritto emerge un aspetto di crescente rilevanza per l'investitore: decisioni prese sempre di più sulla base di elementi di valutazione che derivano dall'analisi e da informazioni fornite da altri.

Da un lato è necessario imparare ad utilizzare criticamente il lavoro dei consulenti, giudicandolo con molta attenzione, e dall'altro creare con gli stessi una consuetudine di lavoro e un rapporto fiduciario che consenta di superare i rischi e le incertezze dovute al fatto di prendere decisioni su basi informative sempre più mediate e non acquisite direttamente.

Si utilizzano sempre di più i consulenti ma le loro elaborazioni non hanno un peso sempre rilevante nella decisione finale dell'investitore, specie nella decisione sul prezzo da pagare per le società da acquisire che è chiaramente il punto chiave nella decisione di investimenti.

Vero per tutte le figure coinvolte ma non per il consulente strategico, ormai sempre più insito nel ruolo del Commercialista, cui rimane la possibilità di fornire il *Business Plan* economico-finanziario quale quadro più probabile nel raffigurare l'evoluzione dei risultati aziendali e su cui il cliente, unitamente alle banche e l'eventuale *advisor* finanziario, può fare tutte le simulazioni prezzo-leva-rendimento atteso al fine di determinare la decisione del prezzo finale.

Degno di nota l'atteggiamento dell'investitore verso i *Business Plan* sottoposti a valutazione, laddove la documentazione tenda a fornire un quadro ampio e generale dei problemi senza entrare nel concreto e nello specifico con stime precise e quindi con valori numerici utilizzabili nella determinazione del prezzo.

In tal senso, il *Private Equity* evidenzia una frequente difficoltà a ricevere dall'imprenditore o dal consulente di riferimento, una quantificazione puntuale delle sovrastime o sottostime rispetto al piano ricevuto; da qui la preferenza per l'utilizzo del consulente molto mirato su temi specifici.

Si potrebbe quindi concludere che quando la società di consulenza è chiamata a dare elementi interpretativi e conoscitivi dell'azienda target e del mercato in cui opera, piuttosto che modelli di valutazione sulla sua efficienza organizzativa o sulle sue politiche e strategie rispetto ai

concorrenti, il livello di soddisfazione del cliente investitore è elevato.

Quando invece il consulente è chiamato a tradurre in piani economico-finanziari articolati il risultato delle proprie analisi e, ove necessario, in senso critico rispetto a quelli dell'azienda, piani che possano servire all'investitore per le sue valutazioni finanziarie finali, allora incomincino a nascere problemi di insoddisfazione nel rapporto fra consulente e cliente.

3.4. L'affermarsi di rapporti su base continuativa

Calati nell'esperienza concreta, il sorgere di tali problemi nel vivo di un'operazione significa nuove richieste di informazioni e approfondimenti, budget di spesa da ridiscutere, tempi più lunghi per la finalizzazione delle attività. In queste circostanze il rapporto di fiducia fra l'investitore e il capo progetto dei consulenti è fondamentale. Proprio in questi casi, in attesa di approfondire le aree grigie dell'operazione nella fase post-acquisizione, il consulente deve trovare nel proprio bagaglio di esperienze gli spunti per dare la risposta più chiara possibile alle domande del cliente e fornire una valutazione più puntuale possibile delle previsioni future. Mentre dall'altra parte è proprio il vissuto delle esperienze di lavoro con il proprio consulente in altre operazioni del passato che consente all'investitore di coinvolgerlo proficuamente nelle decisioni più delicate. A favore della creazione di rapporti continuativi con i consulenti contribuisce comunque la tendenza da parte degli investitori di *Private Equity* ad utilizzarli non solo per le analisi pre-acquisizione, ma anche dopo che l'operazione si è conclusa. L'auspicio, dunque, è che gli operatori di *Private Equity* utilizzino sempre più la figura del Commercialista specie se questi riuscirà a diminuire o azzerare l'eccessiva indeterminatezza e genericità dell'*output* del lavoro fornito. L'esortazione dunque che il Commercialista, attraverso la costruzione del *Business Plan* riesca ad adattarsi a questa tipologia di clientela che non vuol semplicemente sapere dove l'azienda target può sbagliare, le sue debolezze o i margini di miglioramento, ma qual è il valore del possibile spazio di miglioramento. Gli operatori del Capitale di Rischio non si accontenteranno mai di diagnosi e prognosi ben fatte, ma vorranno sapere sempre più Business Plan che raccontano i tempi di guarigione e il livello di *performances* a problema risolto. Vogliono e vorranno più informazioni, più dati e non solo in termini di analisi storiche e accattivanti modellini di analisi. La necessità, dunque, di essere affiancati da professionisti capaci di smontare il *Business Plan* creato dal venditore,

anche in contraddizione con il suo *management*, per valutarne ogni singolo componente e, se necessario, sostituirlo con un nuovo piano più affidabile.

Fra Commercialista ed Investitore vi sono evidentemente ancora delle dissonanze di metodo di lavoro più che di tipo culturali ed anche una reciproca diffidenza che può essere superata solo mettendo a confronto le rispettive esperienze consolidate nel tempo, con una dialettica di partenza su presupposti deontologici e una buona dose di onestà intellettuale. Appare evidente, comunque, che il rapporto fra consulente e *Private Equity* crescerà ancora nel tempo in quantità e qualità diventando via via più stretto e proficuo nel rispetto delle reciproche competenze e capacità professionali di ogni attore coinvolto.

3.5. La rilevanza del Business Plan

A differenza di altri settori della finanza, nel *private equity* esistono pochissimi strumenti teorici in uso poiché l'agire dei singoli operatori è fondamentalmente basato sull'esperienza. Il *Business Plan* diventa, quindi, il meccanismo attraverso il quale il fondo valuta i propri ritorni razionalmente realizzabili. Ed è comprensibile, altresì, come il *private equity* sia uno scambio temporaneo: nel partecipare una società si cede cassa, cioè un patrimonio semplice, liquido per prendere in carico un'azienda, che è spesso fonte di complessità elevata, di grande incertezza e di forte illiquidità.

Tali complessità sono accentuate anche da un particolare non da poco e cioè che i soldi utilizzati per la partecipazione sono di sottoscrittori terzi, esterni al *management* del fondo, che periodicamente, alla luce del *Net Asset Value* pubblicato periodicamente, analizzeranno nel dettaglio tutte le decisioni di investimento prese dal *team* degli *asset manager* (*accountability del team*).

La qualità delle scelte dei gestori, determinano nel tempo, dunque, la sostenibilità del business di gestione del fondo e il rinnovo del rapporto fiduciario tra gestori e sottoscrittori, un accordo tacito rinnovato se frutto di decisioni razionali, verifiche dettagliate, analisi estremamente puntuali che precedono il momento del “verdetto finale” sull'opportunità d'investimento e che trovano la loro espressione massima nella lettura del *Business Plan*. Una decisione ben diversa da quella di un imprenditore spinto nel suo intraprendere da decisioni intuitive ed estremamente sintetiche. Questo spiega del perché l'esigenza di un fondo di poter

valutare sempre *Business Plan* dettagliati e descrittivi.

Ulteriore complessità che si pone per l'investitore di *Private Equity* è la conoscenza del settore relativo all'azienda che si sta valutando, laddove nonostante tutti i fondi facciano il possibile per dotarsi di competenze specifiche di settore, il “venditore” è molto più competente dei gestori stessi che operano, quindi, in situazioni di asimmetria informativa strutturale, difficilmente pareggiabile. Il venditore ha quasi sempre interessi disallineati da quella del fondo: nel caso più estremo la transazione consiste nell'acquisto del 100% del capitale da un imprenditore che, incassato il prezzo, non si occuperà più dell'azienda. Al lato opposto si trova una transazione in cui il fondo entra in aumento di capitale con l'imprenditore che rimane socio di maggioranza a gestire l'azienda – una situazione dove si rimane tutti nella stessa barca e quindi il disallineamento, che comunque c'è, è più contenuto.

Come fa il *team* del fondo a convincersi a effettuare questo scambio tra cassa e complessità? Deve esplicitare il proprio momento analitico per cercare di ridurre l'asimmetria informativa e valutare le informazioni alla luce degli interessi di chi le fornisce. Lo strumento del fondo è quello della *due diligence*, un'analisi completa dell'azienda in tutti i suoi aspetti di *business*, contabili, fiscali, legali, ambientali, ecc., che qui ci interessa per la parte che riguarda il *Business Plan*. L'analisi del *Business Plan* è uno dei blocchi fondamentali della *due diligence*. Spesso viene condotta in una prima fase dal *team* del fondo, per poi essere ripetuta in una seconda fase in modo più estensivo con l'ausilio di consulenti esterni.

L'analisi del *Business Plan* avviene tramite:

- Analisi dettagliata di tutte le informazioni quantitative e qualitative che vengono fornite, sia storiche che prospettiche;
- Richiesta di ulteriore documentazione o di approfondimenti specifici;
- Interviste ripetute con tutte le persone chiave dell'azienda;
- Interviste con esperti di settore, clienti, fornitori, per verificare assunzioni e ipotesi con persone esterne al conflitto di interesse inerente alla transazione;
- Ricostruzione dell'intero *Business Plan* in una “versione del *team*” per essere sicuri di averlo capito bene e per poterne costruire varianti, “*stress test*” e versioni “base”, cioè prudenziali. Un limite inerente legato a questo metodo è dato dal fatto che la *due diligence* e la negoziazione di una transazione possono durare anche alcuni mesi. Per quanto la *due diligence* si sforzi di creare una fotografia statica dettagliata e internamente coerente dell'azienda, l'azienda in realtà è un organismo

vivente che si muove in un contesto in continua evoluzione, pertanto la fotografia statica sarà sempre un po' fuori fuoco. Un buon *team* di *private equity* saprà fermarsi prima che l'esercizio diventi fine a se stesso, ma in ogni caso l'implicazione per chi prepara il *Business Plan*, volendo semplificare l'interazione con il fondo, è che esso deve essere relativamente semplice, racchiuso in un modello esaustivo con collegamenti dinamici tra assunzioni ed *output*, in modo da consentire con rapidità l'aggiornamento in versioni successive. Per quanto riguarda il tentativo di allineare gli interessi, che può passare ad esempio tramite una componente variabile di prezzo o un sistema di garanzie da parte del venditore, esso non riuscirà mai del tutto.

L'implicazione per chi prepara un *Business Plan* è che le assunzioni saranno considerate credibili o meno anche a seconda del ruolo prospettico di chi le presenta. Un manager che intende continuare a gestire l'azienda sotto la nuova proprietà, ad esempio, sarà meno incentivato a fare promesse irrealizzabili, soprattutto se investe parte del proprio patrimonio insieme al compratore, in quanto sarà ancora in azienda quando emergerà l'insostenibilità del *Business Plan* a suo tempo presentato, con tutti i relativi imbarazzi.

Da ultimo, occorre tenere presente una caratteristica fondamentale del *business* del *private equity*. Un fondo di *private equity*, che investe in aziende già sviluppate, per mantenere la fiducia dei propri sottoscrittori dovrà cercare di rientrare almeno del capitale investito nella quasi totalità dei propri investimenti – diversamente i sottoscrittori non rinnoveranno la fiducia nel *team*. Per un membro del *team*, effettuare un investimento che poi “non performa” diventa un grosso problema di gestione dei rapporti e di prospettiva nel proprio ruolo. Per quanto possa sembrare strano, invece, i sottoscrittori dei fondi non vanno mai ad analizzare la *performance* degli investimenti che il *team* ha scelto di non fare. I fondi quindi preferiscono di gran lunga perdere un ottimo investimento che farne uno pessimo.

3.6. Le caratteristiche di un Business Plan da sottoporre ad un fondo

Meglio un piano conservativo ma altamente credibile che un piano a ritorni elevatissimi ma ad elevata incertezza e gli *step* che molti investitori di *private equity* seguono nell'esaminare un *Business Plan* sono gli argomenti che è opportuno siano coperti da un insieme di elaborati e discussioni. Molti fondi di *private equity* utilizzano un procedimento

analitico per ridurre la strutturale asimmetria informativa alla luce del disallineamento di interessi tra le due parti di una trattativa.

Il procedimento è molto approssimativo ed in particolare non consente di colmare veramente l'asimmetria informativa – il *team* di gestione del fondo si trova comunque a muoversi in una situazione di svantaggio conoscitivo rispetto al venditore. Si può allora comprendere come l'investitore di *private equity* continui durante tutta l'analisi del *Business Plan* a fare affidamento anche su una serie di strumenti di semplice buon senso, che senza avere un fondamento teorico solido sono comunque confortanti e condivisibili.

E' assunto di partenza che l'analisi dei numeri storici di un'azienda sia parte integrante dell'analisi di un *Business Plan*. Nello specifico, l'orizzonte temporale che si analizza è di solito di circa 3 anni, ma in casi di settori particolarmente ciclici (es. materiali per costruzioni edili) capita di vedere analizzare l'andamento (del solo fatturato) nei 10/15 anni precedenti. L'analisi dei numeri storici è occasione di porre molte domande che portano a conoscere meglio l'azienda, a comprendere alcune dinamiche competitive e di mercato.

Ad esempio, di fronte ad un improvviso recupero dell'Ebitda in corrispondenza di un calo di fatturato una spiegazione potrà essere che il fatto è dovuto all'abbandono di una linea di *business* poco profittevole per l'eccessiva competizione da parte di produttori *low cost*; da questa consapevolezza potrebbe emergere da un lato l'apprezzamento per la capacità dell'azienda di ristrutturarsi rapidamente, dall'altro il timore che i produttori *low cost* stiano progressivamente entrando in questo mercato e possano minacciare anche le linee di *business* rimanenti.

Dietro la curiosità per i numeri storici c'è però anche un altro pensiero, e cioè che ciò che è molto probabile, spesso è già successo: di fronte ad assunzioni di *Business Plan* di cui valutare la "ragionevolezza" i fondi cercano conferme o smentite proprio nel passato. Altro fattore di fondamentale importanza nell'analisi è l'inerzia di conto economico. Il valore predittivo del passato sull'assetto statico dell'azienda viene a volte esteso all'assetto dinamico della stessa, prendendo in prestito dalla fisica una versione discutibile del concetto di inerzia: ciò che è salito fino a oggi continuerà a salire e ciò che è sceso fino ad oggi continuerà a scendere. In altre parole, di fronte ad un fatturato ed Ebitda in crescita negli ultimi anni il fondo sarà meglio predisposto a sottoscrivere un *Business Plan* che preveda crescita anche in futuro, mentre di fronte ad uno storico di numeri in discesa il fondo sarà tendenzialmente portato a vedere un futuro difficile.

Il fondamento teorico per questa attitudine è debole o inesistente, anzi ci sono anche alcuni argomenti contrari soprattutto sulla sua versione positiva: gli azionisti di un'azienda che è andata molto bene fino ad oggi ma che vedono concretizzarsi minacce importanti, hanno tutto l'interesse a cercare di uscire dall'investimento prima dell'inversione di rotta. Tuttavia l'utilizzo di questa argomentazione di buon senso è generalmente accettato anche perché molto comodo. Supponendo di essere il gestore di un fondo che dovesse spiegare ai propri sottoscrittori le ragioni di un investimento non performante, sicuramente si preferirebbe poter dire che fatturato ed ebitda erano calati nei tre anni precedenti l'investimento ma il venditore aveva convinto il gestore che l'anno successivo sarebbe avvenuta la svolta, anziché dover affermare che l'azienda era cresciuta bene nei tre anni precedenti l'investimento ma purtroppo l'anno successivo era successo qualcosa di imprevedibile!

3.7. Il 'bias' per lo status quo

I fondi cercano sempre una ragione per i cambiamenti di assetto competitivo, quote di mercato, posizionamento, scelte del cliente finale, ecc. Si tratta di un approccio razionale e condivisibile. L'implicazione è che in un *Business Plan* che preveda discontinuità importanti non esclusivamente dipendenti dalla volontà dell'azienda (tipicamente quelle sui ricavi, sui prezzi, sulle quote di mercato, ecc.), le assunzioni di base dovranno essere particolarmente solide, basate su fatti verificabili. L'altra faccia della medaglia è l'assunzione implicita che se nei numeri storici non si vede succedere nulla di rilevante (es.: numeri molto stabili) l'assetto in cui opera l'azienda sia sostenibile nel suo *status quo*.

Si parla quindi di aziende pronte per un *Leveraged Buy Out* in quanto presentano un *cash flow* molto stabile e prevedibile. Se questo ha sicuramente un fondamento teorico forte per aziende che operano in settori fortemente regolati, al di fuori di questi contesti occorre invece verificare che i presupposti di stabilità non siano nel frattempo cambiati, magari senza che questa evoluzione si sia già riflessa nei numeri.

Spesso nel valutare un *Business Plan* un fondo si trova di fronte ad assunzioni circa innovazioni di geografia, prodotto o mercato. Diversamente dalla missione del *venture capital*, un fondo di *private equity* ha la missione di non perdere soldi.

Pertanto alcune assunzioni di *Business Plan* sono spesso analizzate con particolare scetticismo:

- Ingresso in nuovi mercati geografici: quando un'azienda si muove in un nuovo mercato geografico spesso si trova ad affrontare sfide nuove.
- Ingresso in nuovi segmenti di prodotto: nell'uscire dal proprio mercato di riferimento per entrare in un nuovo mercato di prodotto l'azienda deve rinunciare a molto del proprio *know-how* soprattutto tecnico e commerciale, anche se il movimento avviene in settori attigui a quello di origine. Tipicamente i fondi trovano difficile sottoscrivere *Business Plan* basati prevalentemente su questo tipo di assunzioni di *business*, perché rilevano un rischio elevato di esecuzione della strategia. Nel predisporre un *Business Plan* da presentare ad un fondo occorre che le assunzioni di questo tipo non siano fondamentali per la crescita dell'azienda, perché saranno presumibilmente scontate, e che siano comunque molto solide e basate su capacità aziendali fattuali e verificabili.
- Elevato grado di innovazione su prodotti o servizi. A meno che il fenomeno non sia già in atto in misura tangibile, i fondi di *private equity* tipicamente non investono sulla base di *Business Plan* in cui parte sostanziale della creazione di valore avvenga tramite questo tipo di iniziativa di *business*, in quanto c'è una consapevolezza che prevedere *ex-ante* quali innovazioni rivoluzionarie prenderanno effettivamente terreno sia molto difficile, e renda impossibile pagare per l'azienda un prezzo che tenga conto di questa eventualità – almeno per un fondo di *private equity*.

3.8. Altri fattori di analisi di particolare interesse per il gestore di Private Equity

La generalizzazione di mercato: spesso il team del fondo approfondisce la propria conoscenza iniziale di un settore proprio mentre impara a conoscere una specifica azienda. Nelle fasi iniziali si tende ad attribuire all'azienda le caratteristiche del mercato, per cui si valuteranno più positivamente *Business Plan* in crescita se riferiti a settori che stanno crescendo piuttosto che in settori stagnanti o in recessione. Questo strumento ha un fondamento parziale nel fatto che a fronte di una domanda in espansione è più facile anche per le aziende piccole trovare nuovi clienti.

Il *current trading*: Nel corso della *due diligence* e della negoziazione dell'operazione, una parte delle energie del team del fondo è spesso dedicata al monitoraggio del cosiddetto "*current trading*", cioè un set di informazioni gestionali che variano di caso in caso ma che tipicamente comprendono fatturato ed Ebitda mensili, flusso di raccolta ordini, livello

del debito e del capitale circolante che vengono valutati con elevata frequenza di aggiornamento sia in assoluto sia in relazione al *budget* dell'anno in corso.

Nella fase di discussione dei numeri, il gestore di *private Equity* sarà molto sensibile al tema della valutazione. L'Ebitda è una linea importante del conto economico ma è anche un riferimento base per la valutazione, così come la Posizione Finanziaria Netta.

Tra gli argomenti maggiormente discussi figurano quelli relativi alla circostanza se le linee di costo, per esempio, vadano collocate “sopra l'Ebitda” o se certe voci del passivo vadano incluse nella PFN (impatto sulla valutazione) oppure sotto l'Ebitda e non incluse nella PFN (senza impatto sulla valutazione).

Anche se nella negoziazione tutto si può argomentare o concedere a seconda dei casi, qui il fondamento teorico esiste: tutti i costi operativi vanno sopra l'Ebitda, incluse le perdite su cambi, la svalutazione dei crediti commerciali e la svalutazione del magazzino; tutti i debiti finanziari fanno parte della PFN, quindi anche quelli “vestiti” da debiti commerciali o in altra forma, quali lo scaduto fornitori, i crediti commerciali ceduti in *pro-solvendo* o *pro-soluto*, i *leasing* finanziari, i debiti *una tantum* verso soggetti terzi.

Nel costruire il *Business Plan*, così come nel presentare i dati storici, è utile attenersi a questi semplici principi in modo che tutti i prospetti presentati siano significativi, lasciando la definizione del prezzo alla sua sede naturale, ovvero la discussione del multiplo. Una nota a parte circa la costruzione del *Business Plan* meritano le assunzioni relative ai prezzi delle *commodity*. L'andamento di molte aziende è impattato in qualche misura dal prezzo di *input* produttivi quali il petrolio, l'energia, l'acciaio, il rame, o da valute come il dollaro. Nel costruire il *Business Plan* da discutere con un fondo l'approccio più apprezzato è quello di mantenere costanti ai livelli attuali i prezzi di tali *commodity*, in modo da poter discutere le assunzioni del *Business Plan* ed i risultati corrispondenti in base al merito di business dell'azienda.

3.9. Considerazioni Finali

Potremmo concludere, quindi, che per un fondo l'analisi del *Business Plan* è un momento analitico fondamentale per dare alla propria decisione di investimento una base razionale coerente con il mandato fiduciario dato dai sottoscrittori del fondo al gestore.

Un BP non deve avere la pretesa di indovinare il futuro ma rappresentare una dichiarazione programmatica circa le azioni strategiche da compiere in azienda.

Nel discutere il *Business Plan* con il *management team* che gestirà l'azienda dopo l'investimento, il fondo analizzerà le persone, valuterà la loro visione strategica, la capacità di tradurre la visione in assunzioni e decisioni coerenti, la disponibilità al confronto e alla condivisione del ragionamento.

4. IL BUSINESS PLAN PER L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE PMI^(*)

4.1. L'internazionalizzazione delle PMI: considerazioni generali

Una disamina delle caratteristiche che un *Business Plan* dovrebbe incorporare per poter essere utilmente utilizzato a servizio delle strategie di internazionalizzazione delle PMI italiane non può prescindere da alcune considerazioni basate su dati di fatto.

Dalle analisi dei processi di internazionalizzazione delle imprese dell'area milanese condotte dal Centro Studi Assolombarda su un ampio campione di aziende associate emerge che:

- La tipica azienda milanese presente sui mercati internazionali è di piccole o medie dimensioni e svolge attività manifatturiera. Normalmente le sue attività estere consistono in esportazioni, con una rete di distributori locali che interagiscono gli uffici export presso la sede italiana, ma non solo: in molti casi la presenza è diretta con la costituzione in loco di filiali commerciali che gestiscono le vendite e le consegne, avvalendosi di un magazzino sul posto per un migliore servizio alla clientela.

- Le attività estere producono una buona fetta del fatturato, mediamente più di un terzo; non è raro, però, il caso che i mercati internazionali siano più importanti di quello italiano.

- Le opportunità offerte dai mercati mondiali sono ben presenti nelle considerazioni degli imprenditori e –in alcuni casi– valutate per i prossimi anni. Le piccole dimensioni rappresentano però un ostacolo importante alla decisione di operare anche al di fuori dell'Italia: anche nei casi in cui la sfida dell'internazionalizzazione viene affrontata, farlo attraverso l'attività di esportazione per queste realtà meno strutturate è spesso l'unica opzione.

^(*) A cura di Riccardo Coda, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e di Francesco Aldo De Luca, segretario Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

La crisi ha imposto alle imprese un ripensamento delle strategie di internazionalizzazione sia in termini di numero di mercati esteri serviti che di modalità di presenza in tali Paesi. Infatti, da un lato è in progressivo aumento il livello di diversificazione territoriale delle imprese esportatrici milanesi. E dall'altro, le aziende esportatrici stanno spostando l'attenzione da strategie di sola vendita alla realizzazione di forme di internazionalizzazione più complesse.

Questi ultimi anni l'hanno insegnato: per superare la crisi di domanda che ha investito le nostre imprese bisogna inseguire i mercati in crescita. Chi c'è riuscito, ha visto crescere il proprio fatturato e ha consolidato le proprie quote di mercato, senza eccezioni di dimensioni o settore di attività, perché le difficoltà per le nostre imprese in questi mesi sono state causate da crisi di domanda, non di competitività.

Il cammino –iniziato nel 2009– verso nuovi mercati e nuove aree geografiche, dove una domanda in forte crescita assicura maggiori opportunità rispetto al tradizionale sbocco europeo, si è indirizzato dal 2010 verso Asia e Stati Uniti e si dirigerà sempre di più, nei prossimi anni, verso grandi Paesi come Cina, India e Brasile.

Alla luce di tutto questo il coinvolgimento delle imprese in attività internazionali deve necessariamente realizzarsi a seguito di un razionale processo di pianificazione, articolato in diverse fasi ed esplicitato attraverso la redazione di uno specifico Business Plan.

Nell'ambito di quest'ultimo particolare rilevanza assume il Piano di Export, contenente tutte le specifiche considerazioni relative alle future attività in ambito internazionale.

In particolare

- Analisi della decisione di operare all'estero
- Definizione degli obiettivi
- Individuazione dei mercati di destinazione
- Definizione delle modalità di ingresso nei mercati di destinazione
- Predisposizione del Business Plan
- Elaborazione della Strategia di Marketing

L'attività di internazionalizzazione nelle sue diverse forme, per complessità e impatto sulla struttura aziendale, equivale all'avvio di una nuova realtà di business, pertanto è fondamentale prevedere i possibili scenari di rischio.

La sfida nei mercati globali è tale per cui solo chi pianifica in una logica di breve termine, ma soprattutto, di medio-lungo termine, saprà al di là della strategia di ingresso ottimale, conquistarsi una fetta di mercato presumibilmente stabile.

Inoltre, il *Business Plan* è uno strumento indispensabile da presentare ai candidati investitori e finanziatori che, proprio in base ai contenuti del piano d'azione illustrato dall'azienda, saranno convinti o meno della validità del progetto d'internazionalizzazione e quindi sulla opportunità di finanziarlo.

4.2. I vantaggi dell'internazionalizzazione

Intraprendere un'attività di esportazione consente di cogliere una serie importante di opportunità di sviluppo e prosperità per l'impresa, tra le quali:

- Aumento del giro d'affari
- Aumento dei profitti
- Economie di scala
- Diversificazione del rischio
- Possibilità di accedere a nuove idee e nuove esperienze
- Risposta alla globalizzazione
- Aumento della competitività sul mercato interno.

4.3. I rischi legati all'internazionalizzazione

A fronte delle opportunità e dei vantaggi citati, l'impresa internazionalizzata deve affrontare una serie di rischi aggiuntivi:

- Rischio d'impresa
- Rischio economico
- Rischio monetario
- Rischio politico

In particolare il Rischio politico andrebbe adeguatamente ponderato, viste soprattutto le ultime evoluzioni politico-sociali che hanno attraversato negli ultimi tre anni paesi che tipicamente hanno costituito meta preferenziale dei processi di internazionalizzazione delle imprese del nostro paese (Libia, Egitto, Tunisia solo per fare degli esempi).

Il *Business Plan* deve considerare tutti questi rischi e delineare strategie di difesa sia preventivamente che in risposta al verificarsi degli eventi.

Altre considerazioni andranno fatte prendendo nella dovuta attenzione:

- Le differenze culturali
 - Alla base di ogni relazione commerciale vi è una rete di rapporti

tra persone: la mancanza di attenzione alle differenze culturali può compromettere il buon esito delle trattative.

- La conoscenza degli aspetti legali
 - Considerare superficialmente gli aspetti contrattuali e legali può comportare gravi perdite di denaro.
- La scelta dei mezzi e delle condizioni di pagamento
 - L'insoluto è uno dei rischi caratteristici del commercio internazionale. Con la scelta adeguata dei mezzi di pagamento può essere gestito efficacemente.
- La criticità dei trasporti
 - Il commercio su scala internazionale amplifica i costi e le difficoltà di questo importante servizio.
- Il problema della documentazione
 - Il commercio con l'estero tende a generare una mole di documentazione che l'impresa deve essere preparata a gestire in anticipo, a partire dalle varie omologazioni da parte del Paese ricevente dei diversi prodotti da esportare.
- Analisi delle risorse umane
 - La preparazione all'export delle risorse umane aziendali deve essere valutata in termini di *commitment*, competenze ed esperienza.
- Analisi delle capacità di marketing
 - Le difficoltà di inserimento in un mercato estero, richiedono che l'azienda abbia la capacità di analizzare i mercati e definire un'offerta competitiva.
- Analisi delle risorse tecniche e organizzative
 - Occorre che l'azienda abbia la capacità tecnica nonché organizzativa per mettere in atto le politiche e le strategie definite nel piano.
- Analisi delle risorse finanziarie
 - Il progetto di internazionalizzazione richiede investimenti e impieghi di risorse che incidono significativamente sul fabbisogno finanziario normale dell'azienda.

Rilevante inoltre nei BP destinati all'internazionalizzazione di impresa è in particolare la strategia di *Marketing*, che deve strutturarsi in una parte del documento in cui vengono indicati gli obiettivi, spiegate le logiche strategiche e operative delle diverse fasi del progetto di internazionalizzazione e stimati esplicitamente, quantificandoli, i risultati di mercato ed economico-finanziari previsti.

Non si tratta quindi, soltanto, di un insieme di proiezioni e/o di obiettivi economico-finanziari, ma soprattutto di un'organica

presentazione di un'analisi della situazione di contesto (ambiente, mercato, concorrenza, intermediari, caratteristiche e risorse aziendali) nell'ambito di uno o più settori o segmenti di attività specifici, di una serie di scelte strategiche (relative, quindi, alla destinazione delle risorse disponibili o procurabili) in funzione del raggiungimento di determinati ed espliciti obiettivi e, infine, della organizzazione (strutture, sistemi e risorse umane) e delle azioni necessarie per la realizzazione di tali strategie.

Un'ultima considerazione infine, prima di passare a presentare un caso concreto, riguarda il *Business Plan* nelle piccole e medie imprese: hanno queste al loro interno le competenze per svilupparlo?

Dipende da situazione a situazione. In generale si può dire che se nelle PMI è carente la strumentazione per impostare il documento, non devono certo mancare le idee alla base del piano.

In tali casi è necessario un consulente esterno con competenze mirate sui connotati del *Business Plan*, che assuma il ruolo di messa a fuoco dell'idea dell'imprenditore, senza snaturarla, contribuendo tramite la discussione a delineare con la maggiore chiarezza possibile i contenuti e a redigere un chiaro e limpido documento descrittivo con la verifica della fattibilità economico-finanziaria, documento che richiede, via via che viene sviluppato, la piena partecipazione e condivisione del Vertice aziendale.

Il costo della consulenza può essere una barriera per le PMI, ma, se la business idea di fondo è valida, è possibile ottenere un supporto sovente gratuito da enti esterni come le camere di commercio e il *network* internazionale delle università (specie se il *Business Plan* riguarda l'internazionalizzazione).

4.4. Il caso "Beauty Company"

Il caso qui delineato riguarda un *Business Plan* di un'impresa italiana con un fatturato annuo di circa 20 milioni di euro, operante nel settore del *Beauty* e interessata ad allargare la sua presenza all'estero su basi nuove e più solide. Attualmente le vendite all'estero vengono raccolte tramite rappresentanti e derivano da contatti occasionali alle fiere di settore, senza una presenza stabile dell'impresa sul territorio e quindi senza un'assistenza tecnica e promozionale in loco, aspetto fondamentale per costruire rapporti consolidati con la clientela locale e valorizzare i brand in termini di immagine del *made in Italy*.

Il *Business Plan* nel caso di specie studia la penetrazione nel mercato

nord americano, in particolare il mercato canadese e in specifiche aree geografiche del Paese al fine di realizzare un modello di internazionalizzazione “pilota” da replicare in altre aree del mondo.

Ora, più che addentrarci a riportare in dettaglio l’ampio contenuto del *Business Plan*, si ritiene opportuno presentare qui di seguito una sintesi dei contenuti dei vari paragrafi in cui si articola, sintesi che, senza ledere la riservatezza delle informazioni sensibili contenute nel documento originario, possa offrire una traccia utile anche per altri *Business Plan* focalizzati sull’internazionalizzazione.

L’elaborazione del *Business Plan* è stata preceduta da un approfondito studio del mercato che la nostra impresa vuole approcciare su basi nuove, al fine di verificare le potenzialità dello stesso e a quali condizioni e capire bene le barriere eventuali a un ingresso.

4.4.1. Finalità del Business Plan “Beauty Company”

In questo paragrafo introduttivo sono delineati i seguenti punti:

- 1) la proposta di fondo contenuta nel piano, i motivi –entrare nel mercato canadese della cosmetica– e una prima valutazione dei potenziali rischi;
- 2) la valutazione del contesto competitivo e le potenzialità del mercato;
- 3) la strategia di ingresso, se le valutazioni iniziali circa le condizioni di entrata nel mercato sono risultate essere favorevoli;
- 4) le opportunità e le minacce che si possono presentare.

4.4.2. I prodotti

In questo paragrafo sono descritte le linee di prodotto e i *brand* (marchi) che l’impresa intende offrire, nonché i servizi da corollario alla vendita, evidenziando in modo oggettivo i punti di forza e di debolezza.

4.4.3. Il mercato canadese e le aree di maggiore interesse per una prossima penetrazione

Qui viene descritta in dettaglio la catena distributiva dal produttore all’utente finale, le dimensioni del mercato, il tasso di crescita e i possibili spazi di penetrazione per i *brand made in Italy*, sfruttando sia lo sviluppo del mercato, sia la possibilità di offrire prodotti succedanei a quelli offerti dai concorrenti, facendo leva su un campionario originale

che si diversifica rispetto ai concorrenti e che fa leva sullo stile italiano (tematica propria del settore *fashion*).

Si individuano quindi le aree geografiche più recettive e il potenziale in termini di *trend* di fatturato nei prossimi 5 anni per la *new entry*.

4.4.4. La strategia marketing (la c.d. business proposition)

Questo paragrafo rappresenta il “nocciolo” del piano, dove vengono delineate le azioni.

Sono indicati e descritti in dettaglio i connotati dei fabbisogni richiesti per penetrare il mercato e da offrire ai distributori partners locali, fabbisogni sia funzionali, sia economici, come soddisfarli, nonché le azioni *marketing*.

Fabbisogni funzionali

- 1) Completezza delle linee di prodotto offerte nel *Beauty*;
- 2) Un *packaging* di grande impatto;
- 3) Presenza stabile dell'impresa italiana sul territorio canadese;
- 4) Servizi di formazione pre e post vendita;
- 5) Materiale promozionale;
- 6) Assistenza telefonica;
- 7) Tempi di consegna immediati mediante l'apertura di un deposito

locale.

- 8) Un idoneo sito internet.

Fabbisogni economici

- 1) Elevati margini sui ricavi;
- 2) Contratti a lungo termine;
- 3) Referenze sul livello di internazionalizzazione già conseguito nei

mercati europei.

Comunicazione sul mercato locale dell'offerta di una linea di prodotti innovativa con un *brand* che non ha concorrenti e rappresenta una vera novità sul mercato locale: forte azione per cercare di differenziarsi dai concorrenti.

4.4.5. Gli aspetti operativi del piano

In questo paragrafo sono evidenziate le modalità e la tempistica di ingresso nel mercato, come graduare lo *Start-up* dei *brand* e delle linee di prodotto, dove aprire un centro di distribuzione e con quali connotati e assortimento, l'assetto legale della nuova stabile struttura in Canada e così via.

4.4.6. Gli economics

Sugli aspetti economici, patrimoniali e finanziari, il *Business Plan* contiene alcune tavole con una proiezione dettagliata per gli anni 2014-2018 del conto economico espresso in valuta locale e in % sul fatturato, dello stato patrimoniale e del *cash flow* coerenti con i contenuti del piano in termini di obiettivi e ipotesi; tale proiezione deriva da numerosi simulazioni, presentate tra gli allegati del piano, in un range di scenari, da quello più ottimistico a quello più pessimistico.

Si presenta qui la sintesi della proiezione economica e del *cash flow*:

Proiezione economico/finanziaria in migliaia di \$ canadesi - sintesi

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>
Ricavi netti	300	700	1.300	2.300	3.800
Tasso di crescita dei ricavi		133%	86%	77%	65%
Costo del venduto	120	280	520	920	1.520
Margine di intermediazione	180 ##	420 60%	780 ##	1.380 60%	2.280 60%
Spese marketing, pubblicità e generali	400	700	800	900	1.100
Risultato operativo	- 220	- 280	- 20	480	1.180
Risultato netto imposte	- 220	- 280	- 20	312	767
Cash flow netto annuale \$000	-350	-320	0	250	400
Cash low progressivo \$000	-350	-670	-670	-420	-20
Investimento complessivo			-670		

In questo paragrafo del piano sono indicati gli investimenti da capitalizzare –o da spendere come quelli relativi al *marketing* e alla pubblicità– necessari per avere elevate probabilità di successo e la relativa tempistica e il tempo medio di recupero dell'investimento (il *payback period* è previsto in un intorno di 5 anni).

In particolare nel caso di specie le iniziative *marketing* e pubblicitarie incidono in misura rilevante anche se decrescente sul fatturato atteso: da un 25% nel primo anno di operatività effettiva al 10% nel quinto anno.

Viene altresì indicato quando raggiungere il punto di pareggio economico (*break-even point*), con quale fatturato e i rischi finanziari insiti nel piano.

Viene anche definito l'investimento massimo oltre il quale non andare se le aspettative riflesse nel piano stentano a realizzarsi, nonché un piano di uscita (*contingency plan*) per minimizzare le perdite.

4.4.7. Raccomandazioni al vertice aziendale per il successo del piano Beauty Company

È il paragrafo conclusivo che riassume i punti cruciali sviluppati nel piano:

- 5) *focus* su una particolare linea “il trucco”/*make-up* su cui fare leva per entrare nel mercato del *Beauty*;
- 6) proposte economiche ai distributori indipendenti legate al raggiungimento degli obiettivi: compensi variabilizzati sul fatturato;
- 7) promozioni di effetto, pur semplici, dei *brand* offerti;
- 8) presenza sui *social network* e con un bel sito web;
- 9) *Direct marketing* tramite i media (TV e radio locali in zone circoscritte);
- 10) addestramento sul posto dei formatori perché acquisiscano lo stile “della casa” e lo trasmettano alla clientela finale;
- 11) partecipazione alle fiere locali e iscrizione all’associazione *Beauty* locale;
- 12) creare una rete vendita composta da professionisti con provata esperienza nel settore;
- 13) soprattutto nella fase di *Start-up*, forte presenza in loco del *management* dell’impresa e di un rappresentante italiano trasferito in Canada che conosca bene l’organizzazione dell’impresa italiana e sia in grado di coordinare le relazioni con i distributori locali e gli altri soggetti che compongono la catena distributiva sul posto e il *direct marketing* tramite media locali; in particolare che assicuri un approvvigionamento del deposito locale adeguato al variare della domanda in termini quantitativi e di mix di prodotti.

4.4.8. Cenni sul processo per la costruzione del Business Plan Beauty Company

Il piano, interamente finanziato con fondi regionali, si è avvalso di un team di lavoro composto da 2 consulenti locali (uno con competenze di prodotto e nel marketing specifico e un altro con competenze giuridiche) e personale aziendale, tutti sotto il coordinamento dell’assistente del direttore generale della Società italiana.

Sono state fatte circa 30 interviste in diverse aree del Canada e presso le fiere locali, così distribuite:

- 14) Formatori e stilisti nei trattamenti di *make-up* (15%)
- 15) Distributori di prodotti e operatori nel *direct marketing* (20%)

- 16) Concorrenti e produttori (20%)
- 17) Esperti dei mercati locali (30%)
- 18) Altri (15%).

Un semplice diagramma di Gantt, che sintetizza le azioni, i relativi costi, i responsabili e i tempi attesi per ogni azione, rappresenta il punto di partenza per il controllo nella fase realizzativa del piano.

ESEMPIO DI DIAGRAMMA DI GANTT						2 0 1 3		2 0 1 4			
						Trm.3	Trm.4	Trm.1	Trm.2	Trm.3	Trm.4
DESCRIZIONE DELLE AZIONI	RESPONSABILE	DATA INIZIO	DATA FINE	DURATA	COSTO						

I colori servono ad evidenziare le varie azioni per classi (azioni marketing, di selezione dei distributori, di organizzazione di un deposito merci in loco ecc.)

5. IL BP NEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA^(*)

5.1. Introduzione

La crisi economica e l'evoluzione del contesto competitivo hanno innalzato il livello di instabilità e dato impulso per una modifica del rapporto banca-impresa.

Nel nostro paese, una migliore allocazione della risorsa scarsa “credito” richiede, da un lato la diffusione di una moderna cultura d'impresa nella quale vadano di pari passo sia lo sviluppo economico-finanziario dell'azienda sia la crescita del capitale umano e relazionale, dall'altro lato alle banche “di valutare le prospettive di crescita delle imprese, accompagnarle e sostenerle nel loro percorso di sviluppo, che non può però realizzarsi senza una struttura finanziaria più equilibrata, caratterizzata da maggiori mezzi propri”^(§).

In questo nuovo scenario il *Business Plan* riveste un ruolo fondamentale nel favorire il dialogo tra istituti di credito e imprese. Tale strumento può consentire alle aziende di accedere con maggior facilità ai finanziamenti e ottenere condizioni economiche più favorevoli, mentre la banca sarà maggiormente garantita contro le insolvenze dei prenditori per effetto di un abbassamento del loro profilo di rischio.

L'attenzione si sta dunque spostando “dall'analisi dei dati contabili consuntivi ai *budget*, ai progetti di investimento, alle prospettive di gestione ed a quell'essenziale strumento che consente di prefigurare la

^(*) A cura di Massimo Talone, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano; Mario Venturini, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e Giuliano Soldi, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

^(§) Stefano Mieli, Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria – Banca d'Italia. *Convegno “Il Credito alle imprese in tempi di instabilità. Occorre un ripensamento nei criteri di valutazione del rischio?”*, Milano 8 marzo 2011.

situazione finanziaria dell'impresa e la dinamica del fabbisogno finanziario, nella sua natura e nella sua durata, che è il piano finanziario"⁽⁹⁾.

Per la banca il *Business Plan* può essere il punto di partenza per avviare un servizio di consulenza finanziaria alle imprese e per acquisire la cultura industriale e le professionalità necessarie per confrontarsi con il fabbisogno futuro delle imprese. La conseguenza immediata sarebbe una maggiore stabilizzazione degli affidamenti anche in presenza di situazioni aziendali difficili con squilibri di ordine economico-finanziario e gestionale.

È opportuno, tuttavia, che gli amministratori o i consulenti incaricati della stesura del *Business Plan* abbiano un'adeguata conoscenza dei sistemi di *rating* implementati dalle banche ai fini della valutazione del merito creditizio. In generale, i sistemi di selezione dei prenditori al fine di ottimizzare la gestione del rischio di credito considerano molteplici aspetti, che riassunti per fonti informative sono qui di seguito elencati:

- Redditività ed equilibrio finanziario – fonte: Bilancio;
- Dati andamento rapporti interni – fonte: dati dell'istituto di credito;
- Dati andamento rapporti esterni – fonte: Centrale Rischi;
- Andamento e prospettive del settore di riferimento del prenditore;
- Competitività aziendale – fonti: informazioni di carattere qualitativo interne e esterne;
- Rischio di contenzioso – fonti: analisi struttura aziendale nei rapporti con l'esterno (contrattualistica, clausole arbitrali, ecc. ...);
- Banche dati eventi/atti negativi – fonti: società di servizi esterne (Cerved Group, Infonet S.r.l., ecc. ...)

È evidente come un'impresa dotata di strumenti di programmazione economica-finanziaria e gestionale riesca a fornire informazioni di carattere qualitativo e quantitativo in grado di incidere positivamente sui vari aspetti elencati e di conseguenza sul rating finale assegnato all'impresa.

Nel rapporto banca-impresa il *Business Plan* ricopre, pertanto, il ruolo fondamentale di utile strumento per ridurre l'asimmetria informativa. Esponendo in modo chiaro e trasparente obiettivi e prospettive della gestione, è in grado di produrre informazioni qualitative e dati quantitativi che consentono alla banca di comprendere le strategie attuate e di valutare più correttamente la capacità storica e futura di generare liquidità da parte

⁽⁹⁾ Gianpaoli Attilio, *Banca e Impresa*, Milano Egea 2000.

dell'impresa. In quest'ultimo aspetto gioca un ruolo fondamentale la stima del fabbisogno finanziario mediante il preventivo finanziario.

In tale direzione vanno anche le considerazioni della Banca d'Italia che sottolinea come agli istituti di credito non servano nuovi criteri di misurazione del credito, ma “banche grandi e piccole devono porsi il problema della combinazione più efficace di informazioni qualitative, dati quantitativi, analisi prospettiche”⁽¹⁰⁾.

Analisi prospettiche, è questa la novità e quale miglior strumento del *Business Plan* per valutare i possibili sviluppi dell'attività futura delle imprese.

Inoltre, se utilizzato a consuntivo permette alle banche un monitoraggio più incisivo sulla clientela, potendo approfondire i motivi alla base di eventuali scostamenti e gli interventi posti in atto dalle imprese.

In sintesi, il rapporto banca-impresa, complice la delicata situazione economica, non può rimanere confinato nell'ambito di una semplice valutazione del rischio di credito, ma deve evolvere verso un rapporto indirizzato alla consulenza.

Il *Business Plan* può dunque diventare il documento sul quale l'impresa e la banca si confrontano, poiché rappresenta “il “vestito” dell'impresa, ciò che ne descrive i contenuti, le idee portanti, i punti di forza, i fabbisogni, non solo di risorse finanziarie, ma anche personali, tecniche, organizzative”⁽¹¹⁾, caratteristiche che lo rendono un valido aiuto per il superamento dell'attuale fase di *credit crunch*.

5.2. Il Business Plan nel processo di comunicazione tra Banca ed Impresa

5.2.1. Specificità del BP nel Rapporto con le banche

Il *Business Plan* rappresenta uno strumento di comunicazione aziendale che, in riferimento ai diversi scopi per il quale è redatto (interni o esterni) può avere una differente valenza informativa.

⁽¹⁰⁾ Stefano Mieli, Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria-Banca d'Italia. *Convegno “Il Credito alle imprese in tempi di instabilità. Occorre un ripensamento nei criteri di valutazione del rischio?”*, Milano 8 marzo 2011.

⁽¹¹⁾ Berti Alessandro, *La qualità degli affidamenti*, Milano Franco Angeli 2009.

Esso, diversamente dal bilancio d'esercizio, non costituisce uno strumento di rendicontazione contabile *ex post* (situazione storica) ma il principale documento di rappresentazione e valutazione quali-quantitativa *ex ante* delle strategie e politiche aziendali (situazione prospettica) riferibile ad un dato orizzonte temporale (*holding period*).

Esso si compone tipicamente di due parti correlate: una prima prevalentemente descrittiva (*business review*) e la seconda numerica (*financial plan*).

Conseguentemente, non è né può essere considerato uno strumento contabile (*accounting statement*) ma uno strumento tipicamente di analisi finanziaria (*financial statement*): esso attiene alla finanza aziendale e al *risk management* non alla contabilità e bilancio.

In questa sede, si analizzeranno le finalità e le caratteristiche che esso deve assumere nell'ambito dei processi di valutazione del merito creditizio e monitoraggio del rischio di credito per un'efficace ed efficiente comunicazione informativa con banche ed altri istituti finanziari (società di *leasing* e *factoring*)⁽¹²⁾. In particolare, si cercherà di approfondire il suo utilizzo operativo nell'attività professionale di *rating advisory*⁽¹³⁾.

In particolare, dopo una breve trattazione propedeutica su alcuni aspetti peculiari del *Business Plan* nell'ambito del rapporto banca-impresa, si presenterà un caso reale di applicazione di tecniche di *rating advisory* attraverso l'utilizzo operativo di questo strumento nell'ambito del rapporto banca-impresa.

⁽¹²⁾ In questa sede si farà riferimento, per ogni aspetto formale e normativo, alla *best practice* desumibile dalle seguenti fonti documentali a cui si rinvia per ogni approfondimento:

- Borsa Valori, Guida al piano industriale;
- CNDCEC, Linee guida alla redazione del *Business Plan*;
- AIFI, Guida al Business Plan;
- IAASB, ISAE 3400.

⁽¹³⁾ Per *rating advisory* si intendono tutte quelle attività di analisi, valutazione e monitoraggio dirette a migliorare costantemente il *rating* bancario attraverso un'azione proattiva su tutte le variabili che ne costituiscono la base informativa (dati andamentali di tesoreria interni ed esterni, dati di bilancio, dati qualitativi gestionali). Il postulato di base su cui poggia questa particolare declinazione della finanza aziendale è che, in sistemi banco-centrici come il nostro e in particolare nel caso delle PMI, l'obiettivo prioritario della finanza d'impresa deve essere quello di migliorare costantemente i *rating* bancari assegnati dagli istituti finanziatori al fine di garantire la piena copertura dei fabbisogni di capitale (circolante e fisso) e, conseguentemente, uno sviluppo aziendale finanziariamente sostenibile.

5.2.2. Peculiarità operative del BP nel rapporto Banca-Impresa

Come qualunque altro strumento di comunicazione informativa, anche il *Business Plan*, andrà contestualizzato in funzione:

- della finalità (esterna o interna) per cui è predisposto;
- l'interlocutore aziendale (stakeholder o shareholder) a cui è destinato.

In particolare, nel caso esso sia utilizzato nella comunicazione con lo *stakeholder* banca, il *Business Plan* può essere predisposto per le seguenti finalità principali:

- presentare alla banca un nuovo progetto d'investimento o sviluppo aziendale (*business review*) al fine di ottenere nuovi finanziamenti (istruttoria di credito d'investimento);
- integrare l'informatica quantitativa storica (andamentale di tesoreria e di bilancio) con dati quali-quantitativi prospettici, per lo più extra-contabili (attività di *monitoring* e *override del rating creditizio*);
- per illustrare un piano di risanamento/*turnaround* o ristrutturazione (gestione di crisi d'impresa in sede extragiudiziale o giudiziale).

In questa sede analizzeremo gli aspetti operativi di questo strumento di comunicazione aziendale nell'ambito, in particolare:

- quale strumento di *rating advisory* nell'ambito delle procedure di *rating assignment* e *credit risk monitoring* con particolare riferimento alla fase di valutazione dei dati qualitativi (*rating* qualitativo⁽¹⁴⁾) e del processo di tipo *judgmental* effettuato dal gestore di banca per la correzione del *rating* statistico integrato (c.d. processo di *override*);

⁽¹⁴⁾ Per inciso, va sottolineato che la circolare della Banca d'Italia n. 263/2006, con la quale si è recepita nel contesto nazionale la materia di vigilanza del Comitato di Basilea (Basilea 2), così recita: “il *rating* rappresenta la valutazione, riferita ad un dato orizzonte temporale, effettuata sulla base di tutte le informazioni ragionevolmente accessibili –di natura sia quantitativa che qualitativa– ed espressa mediante una classificazione su scala ordinale, della capacità di un soggetto affidato o da affidare di onorare le obbligazioni contrattuali. Ad ogni classe di *rating* è associata una probabilità di *default*”. Ed inoltre, con riferimento alle banche: “... Andranno pertanto predisposte istruzioni per il trattamento delle informazioni di natura qualitativa nonché apposite linee guida in materia di *override* al fine di prevenire difformità interpretative da parte degli analisti”. Tale direttiva è assoluta dalle banche che applicano il sistema A-IRB (*Advanced-Internal Rating Base*), attraverso la periodica somministrazione, da parte dei gestori, di *questionari informativi* alla clientele affidata. Quest'ultimi assolvono, sul piano della raccolta sistematica dei dati quali-qualitativi prospettici, la stessa funzione del *Business Plan*.

- della procedura di valutazione del merito creditizio di nuovi piani d'investimento o sviluppo aziendale nell'ambito dell'istruttoria bancaria per la concessione del credito d'investimento (*risk assessment*), nei casi di continuità aziendale (e quindi di disponibilità di serie storiche di dati contabili ed extra contabili)⁽¹⁵⁾.

In merito all'utilità di integrare la comune informativa aziendale, comunicata periodicamente alla banca in sede di prima concessione creditizia e successiva revisione periodica dei fidi (*rating assignment e credit risk monitoring*) con un documento a valenza strategica e prospettica quale il *Business Plan*, va innanzitutto ribadito che, nel processo di valutazione bancaria, esso può essere utilmente incluso solo nel processo di assegnazione del *rating* qualitativo: quest'ultimo, secondo le *policy* delle principali banche italiane che hanno adottato un sistema A-IRB (*Advanced-Internal Rating Base*), può incidere nel caso delle PMI anche di uno o più *notch* nell'assegnazione definitiva del *rating* integrato d'impresa.

Per inciso, il sistema di *rating* non è altro che una componente del *credit risk model*, che può essere a sua volta definito come quel sistema che comprende le politiche, le procedure e le prassi utilizzate da una banca per stimare la funzione di densità delle perdite a livello di portafoglio.

Le metodologie di analisi, su cui si fonda un sistema di *rating* interno, sono essenzialmente tre:

- **informazioni esclusivamente quantitative** provenienti essenzialmente dalle analisi di bilancio, con l'utilizzo di valutazioni statistiche (*Statistical-based process*);
- **informazioni essenzialmente qualitative** sulla situazione e le prospettive dell'impresa, ottenute da parte di esperti del merito creditizio (*Process based on expert judgement*);
- **informazioni quali-quantitative** ottenute dalla combinazione dei precedenti approcci con la rivisitazione da parte di un analista delle valutazioni di tipo statistico, eventualmente concretizzabile in un *downgrade* o *upgrade* del *rating* nell'ambito di una o due classi (*Constrained expert judgement-based process*).

Nel caso delle PMI, che sicuramente rappresenta il target di clientela bancaria di maggiore interesse per le finalità della nostra analisi, il processo di *rating assignment* è sempre di tipo quali-quantitativo: è quindi

⁽¹⁵⁾ Per i casi di *Start-up* (e quindi di presenza di soli dati prospettici di tipo *projection* o *prediction*) si vedano altri contributi in questo stesso Quaderno.

in quest'ambito che acquista maggiore rilevanza valutativa il *Business Plan* quale documento aziendale integrativo rispetto alla comune informativa di bilancio.

In merito alle finalità che questo documento può soddisfare nell'ambito dell'istruttoria del credito bancario finalizzato a coprire, in tutto o in parte, il fabbisogno finanziario derivante da nuovi investimenti produttivi o da organici piani di sviluppo aziendale, è innanzitutto necessario considerare la fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa proponente.

Nel caso delle *Start-up*, la banca non dispone, se non su basi induttive e riferite ai soli soggetti imprenditoriali promotori, di una base dati storica e sufficientemente riscontrabile (segnalazioni di Centrale dei Rischi, informi o commerciali, bilanci). Questo rende molto difficile se non impossibile calcolare i comuni parametri di rischio (PD, LGD, EAD) sulla base dei soli algoritmi statistici. In questo caso, l'analisi qualitativa basata sul *Business Plan*, diventa la sola possibile per assegnare un primo *rating* di rischio e quantificare il merito creditizio (in termini quali-quantitativi di massimo credito concedibile, *pricing* e garanzie richieste).

A parte una chiara e convincente descrizione del programma industriale e del contesto competitivo di riferimento (ambiente competitivo, strategie, politiche, tecnologia di prodotto e di processo, aspetti operativi), andrà quindi predisposto con la massima cura un piano delle ipotesi (*assumptions*) chiaro, realistico e sempre riscontrabile sulla base di fonti esterne di pubblico dominio.

In particolare, le diverse ipotesi poste a base del piano finanziario, andranno opportunamente raggruppate tra variabili esogene (descrittive dell'andamento macroeconomico e del particolare settore merceologico di riferimento) e endogene: quest'ultimo a loro volta da distinguere tra:

- variabili inerenti la gestione operativa (volumi, prezzi, costi variabili e fissi, componenti del capitale circolante funzionale): esse consentono di stimare il rischio specifico operativo ed il rischio di liquidità e, di conseguenza, la distribuzione temporale dei *cash flow* operativi relativi al *holding period* considerato;

- variabili inerenti la gestione finanziaria (tassi d'interesse, di cambio, struttura finanziaria attesa in termini di rapporto Equity/PFN): queste variabili incidono sulla stima del rischio finanziario e sulla sostenibilità finanziaria di medio lungo periodo del progetto;

- variabili inerenti la gestione erariale (imposte e tasse, contributi previdenziali, TFR): queste variabili cadono principalmente sul rischio di compliance nei confronti dell'erario.

La classificazione in gruppi omogenei in funzione della tipologia di rischio associata (rischi sistemici esogeni o rischi specifici endogeni) e dell'ambito gestionale (operativo, finanziario, erariale) consente una più chiara e corretta comunicazione con la banca e costituisce la base informativa indispensabile per ogni eventuale *sensitivity analysis* (*stress test*) che la banca volesse fare a supporto delle sue decisioni.

Lo schema di riclassificazione dei dati da utilizzare è quello classicamente utilizzato nell'istruttoria bancaria ovvero il rendiconto economico-finanziario e lo stato patrimoniale riclassificato per aree gestionali (cfr. Schemi di riclassificazione Centrale dei Bilanci).

Sulla base di questi due prospetti sarà possibile rappresentare su base pluriennale (3-5-7 anni comunque non inferiori alla durata del finanziamento richiesto) i flussi di cassa generati dalla gestione operativa (autofinanziamento operativo), i *cash out-flow* richiesti dal piano d'investimento/sviluppo (fabbisogno di capitale fisso e circolante operativo), i flussi di cassa in entrata e uscita richiesti dal servizio del debito bancario ipotizzato e dagli apporti di capitale proprio (*Equity* e PFN).

Per ogni anno del piano, dal punto di vista della banca, devono essere rispettate due condizioni imprescindibili.

Il valore economico del capitale investito al netto della massima perdita probabile (attesa ed inattesa) derivante da un andamento sfavorevole dei flussi di cassa operativi (variabilità negativa in rapporto alle stime fatte) deve essere sempre superiore al fair value del debito concesso, ovvero:

$$\text{Enterprise Value} - \text{Capital VaR} > D \text{ per ogni } t \sim 0, n$$

dove:

$$\text{Capital VaR} = \text{EL} + \text{UL}$$

EL= expected loss

UL=unexpected loss

Da notare che, per definizione, il capitale di rischio o *Equity Value* nella logica dell'*enterprise risk management* della banca può essere stimato pari a:

$$\text{Equity value (EqV)} = \text{VaR} - \text{EL}$$

ovvero, come correttamente interpretato dalla banca, pari almeno al valore della massima perdita inattesa, vale a dire di quella parte della

complessiva perdita derivante da uno sfavorevole andamento dei flussi di cassa operativi non economicamente neutralizzabili con normali procedure di accantonamento a riserva.

Da notare anche, per inciso, che maggiore è la **perdita inattesa** derivante da componenti esogene (congiuntura economica, rischio settoriale, ciclo di vita dell'impresa) maggiore a parità di capitale operativo investito deve essere l'apporto di **capitale di rischio** rispetto al debito finanziario (livello di capitalizzazione tangibile).

Da ultimo si noti come questa fase dell'analisi pertiene alla stima del **rischio di credito** che la banca deve effettuare periodicamente per valutare, sul medio lungo periodo, il valore economico della propria esposizione in rapporto al generico valore cauzionale rappresentato dal valore economico del capitale investito dall'impresa affidata.

Per ogni periodo temporale considerato (solitamente l'anno), deve essere sempre rispettato il vincolo che **gli impegni finanziari inderogabili** derivanti dal servizio del debito (segnatamente rate in scadenza, interessi ed altre competenze periodiche, rientri di debito a breve termine programmati) siano coperti con i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa al netto di quella erariale.

Nell'ambito dei processi di *rating assignment* e *credit risk monitoring*, il primo punto della valutazione comporta, da parte della banca, la stima del **rischio operativo e finanziario** della singola controparte affidatata mentre il secondo del **rischio di liquidità** o tesoreria⁽¹⁶⁾.

5.2.3. Il Caso "Gruppo Abitare Giovani"⁽¹⁷⁾

Il Gruppo "Abitare Giovani" è riconducibile ad una famiglia imprenditoriale (di seconda generazione ed attiva sin dagli anni '50) specializzata nella prima lavorazione e vendita di legname a cui, nel corso degli anni, ha associato anche la commercializzazione di elettrodomestici, arredamento e mobili, articoli per *bricolage*, accessori e materiale per l'edilizia. Il Gruppo opera mediante 3 punti vendita, uno per ogni società indipendente e con la stessa compagine sociale. In particolare, *core business* del Gruppo è la vendita al dettaglio e all'ingrosso di legnami,

⁽¹⁶⁾ Per una più approfondita disamina dell'utilità del *Business Plan* quale strumento di supporto nell'attività di controllo della gestione della tesoreria aziendale, si vedano altri contributi in questo stesso Quaderno.

⁽¹⁷⁾ I nomi ed i riferimenti sono stati volutamente modificati per garantire l'anonimato e la riservatezza.

truciolati, laminati, plastici, compensati, accessori per mobili di ogni tipo e genere, cappe, lavelli e collanti.

Nel corso del 2008 la famiglia decide di avviare un ambizioso progetto di sviluppo commerciale mediante la realizzazione di un nuovo punto vendita di circa 10.000 mq su tre livelli comprensivo di centro espositivo, uffici amministrativi, officina di lavorazione “*tailor made*” e magazzino oltre ad un’area parcheggio per circa 500 auto.

Anziché procedere alla costituzione di una *newco* con cui avviare il nuovo investimento, come sarebbe stato sicuramente più prudente e razionale, si decide di far sviluppare *stand-alone* il nuovo punto vendita ad una delle tre società del Gruppo (quella con maggior valore cauzionale).

Inoltre, anziché procedere alla preventiva fusione delle tre società operative, al fine preconstituire maggiore solidità patrimoniale, efficienza operativa e, conseguentemente, aumentare il merito creditizio, si è deciso di non procedere ad alcuna riorganizzazione aziendale, mantenendo una corporate governance inefficiente, non integrata e inadatta rispetto alla nuovo assetto aziendale.

Per la realizzazione del complesso è stato stipulato, con una società di leasing appartenente ad un noto gruppo bancario, un contratto di locazione finanziaria di originali Euro 10.370.168 +IVA successivamente incrementato di ulteriori Euro 2.528.667,34 +IVA per un ammontare attuale complessivo pari ad Euro 12.898.835,34 +IVA.

Nel corso del 2011 la società appaltatrice dei lavori ha però dichiarato lo stato di dissesto avviando prima la procedura di concordato preventivo e quindi dichiarando il fallimento quando lo stato avanzamento dei lavori era ormai arrivato al 90%.

Trovandosi in evidente stato di difficoltà per il protrarsi dei tempi tecnici di realizzazione –ben oltre il periodo di utilizzo previsto dal contratto di leasing– il Gruppo si è trovato costretto a sostenere un crescente impegno finanziario derivante dal pagamento dei canoni di prelocazione.

A dicembre 2012 il Gruppo sospende il pagamento dei canoni di prelocazione alla società di *leasing* con successiva segnalazione, da parte di quest’ultima, del *past-due* in Centrale dei Rischi.

A giugno 2012 la famiglia, sollecitata dalla società di *leasing* che nel frattempo aveva passato ad incaglio la posizione, al fine di ottenere un’ulteriore finanziamento (*addition*) di Euro 1.400.000 necessario al completamento dei lavori, incarica un CRO⁽¹⁸⁾ (*Chief Restructuring Officer*), Dottore Commercialista, specializzato in *banking & financial advisory*, di redigere un *Business Plan* che dimostri la piena continuità

aziendale e la sostenibilità finanziaria dell'investimento immobiliare.

Sulla base delle stime prudenziali contenute nel Piano di Marketing e recepite dall'aggiornato Piano Finanziario, la previsione di fatturato, suddivisa per CGU (*Cash Generating Unit*) a regime è la seguente:

Previsione fatturato a regime

(prima stima di massima strettamente prudenziale)

Cash Generating Unit	Metri Quadri	Piano	Locazione per mq.	Totale	Obiettivo fatturato (sell out)
Falegnameria	2.850	terra	110,00	313.500,00	3.800.000,00
Brico	1.850	terra	110,00	203.500,00	4.000.000,00
Elettronica ed Elettrodomestici	1.000	primo	110,00	110.000,00	4.000.000,00
Elettrodomestici da Incasso	600	primo	90,00	54.000,00	700.000,00
Casalinghi	1.000	primo	90,00	90.000,00	1.200.000,00
Illuminotecnica	500	primo	90,00	45.000,00	500.000,00
Complementi di Arredo	1.500	primo	90,00	135.000,00	1.400.000,00
Editoria	100	primo	90,00	9.000,00	150.000,00
Bar Ristoro	50	primo	400,00	20.000,00	250.000,00
Mq. commerciali totali	9.450			980.000,00	16.000.000,00

Scopo del *Business Plan* predisposto dal *financial advisor* è quello di illustrare compiutamente alle banche, principali *stakeholder* del Gruppo,

⁽¹⁸⁾ Il CRO è un professionista indipendente che supporta la società e i suoi creditori nel corso del processo di ristrutturazione operativa e finanziaria. Nell'ambito operativo della legge fallimentare americana (*Bankruptcy Code*) ed in particolare del *chapter 11* (riorganizzazione della situazione finanziaria del debitore, in gran parte assimilabile al contro concordato preventivo in continuità), il CRO è un *temporary manager* o un consulente specializzato a cui viene riconosciuto dal CDA della società in crisi o in imminente stato di dissesto (fallimento) la più ampia facoltà (potere esecutivo) di rinegoziare tutti gli aspetti concernenti la gestione finanziaria. La figura del CRO, che normalmente ha una specifica competenza in materia economico-finanziaria, è vista come valida alternativa all'attività del curatore fallimentare che, nell'esperienza italiana, svolge per lo più funzione di ausiliare del giudice, con compiti burocratici e di rendicontazione, priva di reale e concreto impatto sulla gestione operativa.

la validità strategica della scelta del nuovo investimento (“*Start-up*”) e la sua piena sostenibilità finanziaria nel periodo considerato (*holding period*: 2012-2017).

In particolare, le motivazioni che hanno spinto la famiglia ad intraprendere questa impegnativa opzione strategica sono riconducibili alle seguenti obiettivi:

a) valorizzare l’attività *core* del Gruppo (commercializzazione all’ingrosso e al dettaglio di legnami) ed anche principale *Cash Generating Unit*, diversificandola in settori *Retail* (ovvero verso clientela privata) quali: *Bricolage*, Arredo Casa ed Elettronica di Consumo; tutti settori c.d. “*cash producer*” ovvero a fabbisogno di capitale circolante negativo (le entrate precedono sistematicamente le uscite);

b) conseguentemente, abbattere significativamente la durata del ciclo monetario (dilazione media concessa per crediti commerciali e diversi + giorni scorta media magazzino – dilazione media ottenuta su debiti di fornitura e diversi) senza perdere il vantaggio competitivo rappresentato dall’elevata marginalità reddituale del settore “*tailor-made*” legno. Quest’ultimo risulta essere strumentale, nel nuovo impianto, alla personalizzazione dell’arredo e dei mobili in legno venduti alla clientela *Retail*.

Fermo restando la motivazione strategica, a tutela e rafforzamento della continuità aziendale, il Piano intende dimostrare che, pur in presenza di ipotesi di previsione fortemente prudenziali in considerazione dello scopo del documento (verifica della sostenibilità della PFN) e dei suoi destinatari (banche), il nuovo investimento non solo è pienamente sostenibile sul piano finanziario (flussi di cassa operativi consistenti e costantemente superiori al servizio del debito), ma produrrà, nel medio-lungo periodo, un significativo incremento del valore economico aziendale, sia in termini di capitale investito “*unlevered*” (*Enterprise Value*) che in termini di capitale di rischio “*levered*”, ovvero al netto dell’indebitamento bancario medio atteso (*Equity Value*).

Di seguito si riporta una sintesi dei principali dati economico-finanziari relativi agli ultimi quattro esercizi (2008–2011) ottenuti riclassificando, secondo gli schemi della Centrale dei Bilanci, i rendiconti annuali definitivi ed approvati.

In particolare, i dati sono stati preventivamente normalizzati, secondo la procedura utilizzata dalla Centrale dei Bilanci, per depurare la situazione economico-finanziaria da eventuali politiche di bilancio e procedure contabili che, se pur pienamente legittime sul piano dei corretti principi contabili, civilistico e fiscale, avrebbero reso meno chiari ed evidenti, in riferimento alla specifica finalità dell’analisi, i principali *key value driver* e loro dinamica temporale.

Dati finanziari €000								
Anno fiscale	X-3	%	X-2	%	X-1	%	X	%
Ricavi delle vendite	8.471,0	98,7%	8.622,0	98,0%	10.538,0	99,6%	8.456,0	99,4%
Altri ricavi e proventi	108,0	1,3%	176,0	2,0%	40,0	0,4%	49,0	0,6%
Fatturato	8.579,0	100,0%	8.798,0	100,0%	10.578,0	100,0%	8.505,0	100,0%
EBITDA	657,0	7,7%	749,0	8,5%	710,0	6,7%	500,0	5,9%
EBIT	520,0	6,1%	612,0	7,0%	610,0	5,8%	444,0	5,2%
Utile Netto	114,0	1,3%	179,0	2,0%	212,0	2,0%	60,0	0,7%
PFN cassa/debiti	-14642,0		-14352,0		-13297,0		-15322,0	

Riclassifica bilancio dal 2008 al 2011 Conto Economico (CE)

Dati finanziari €/000								
Anno Fiscale	X-3	%	X-2	%	X-1	%	X	%
Ricavi delle vendite	8.471,0	98,7%	8.622,0	98,0%	10.538,0	99,6%	8.456	99,4%
Ricavi delle vendite	8.471,0	98,7%	8.622,0	98,0%	10.538,0	99,6%	8.456	99,4%
Altri ricavi e proventi	108,0	1,3%	176,0	2,0%	40,0	0,4%	49	0,6%
Altri ricavi	108,0	1,3%	176,0	2,0%	40,0	0,4%	49	0,6%
Affitti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0	0,0%
Fatturato	8.579,0	100,0%	8.798,0	100,0%	10.578,0	100,0%	8.505,0	100,0%
% Change			2,6%		20,2%		-19,60%	
Acquisti	- 7.989,0	-93,1%	-7.427,0	-84,4%	-7.886,0	-74,6%	- 6.064,0	-71,3%
Variazioni magazzino e prodotti finiti	1.084,0	12,6%	532,0	6,0%	-717,0	-6,8%	- 761,0	-8,9%
Consumi	- 6.905,0	-80,5%	- 6.895,0	-78,4%	- 8.603,0	-81,3%	- 6.825,0	-80,2%
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Costo del personale	-563,0	-6,6%	-730,0	-8,3%	-804,0	-7,6%	-760,0	-8,9%
Per servizi	-310,0	-3,6%	-144,0	-1,6%	-203,0	-1,9%	-125,0	-1,5%
Affitti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Per godimento beni di terzi	-107,0	-1,2%	-98,0	-1,1%	-172,0	-1,6%	-205,0	-2,4%
Oneri diversi di gestione	- 37,0	-0,4%	- 182,0	-2,1%	- 86,0	-0,8%	- 90,0	-1,1%
Accantonamento fondo svalutazione crediti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Incrementi da immob per lavori interni	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Costi operativi	-7922,0	-92,3%	-8049,0	-91,5%	-9868,0	-93,3%	-8005,0	-94,1%
EBITDA	657,0	7,7%	749,0	8,5%	710,0	6,7%	500,0	5,9%
Ammortamenti imm inmat	-16,0	-0,2%	-32,0	-0,4%	-21,0	-0,2%	-22,0	-0,3%
Ammortamenti imm mat	-52,0	-0,6%	-49,0	-0,6%	-49,0	-0,5%	-28,0	-0,3%
Leasing	-69,0	-0,8%	-56,0	-0,6%	-3,0	0,0%	-6,0	-0,1%
Accantonamenti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-27,0	-0,3%	0,0	0,0%
Totale ammort/ accanton/ leasing	-137,0	-1,6%	-137,0	-1,6%	-100,0	-0,9%	-56,0	-0,7%
EBITA	520,0	6,1%	612,0	7,0%	610,0	5,8%	444,0	5,2%
Avviamento	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
EBIT	520,0	6,1%	612,0	7,0%	610,0	5,8%	444,0	5,2%
Proventi/Oneri finanziari netti	-287,0	-3,3%	-329,0	-3,7%	-316,0	-3,0%	-411,0	-4,8%
Utile di competenza	233,0	2,7%	283,0	3,2%	294,0	2,8%	33,0	0,4%
Totale Partite Straordinarie	-19,0	-0,2%	-36,0	-0,4%	26,0	0,2%	96,0	1,1%
Utile ante imposte	214,0	2,5%	247,0	2,8%	320,0	3,0%	129,0	1,5%
Imposte e tasse	-100,0	-1,2%	-68,0	-0,8%	-108,0	-1,0%	-69,0	-0,8%
Utile Netto	114,0	1,3%	179,0	2,0%	212,0	2,0%	60,0	0,7%
Analisi supplementari								
Fatturato	8.579,0		8.798,0		10.578,0		8.505,0	
Costi fissi	1.017,0		1.154,0		1.265,0		1.180,0	
Costi variabili	6.905,0		6.895,0		8.603,0		6.825,0	
Break even point	5.212,0		5.335,2		6.775,3		5.973,8	
Margine di sicurezza (rischio operativo)	39,2%		39,4%		35,9%		29,8%	

Stato Patrimoniale (SP)

Dati finanziari € /000				
Anno Fiscale	X-3	X-2	X-1	X
Terreni e fabbricati	3.924,0	3.948,0	3.948,0	3.982,0
Impianti e macchinari	107,0	50,0	7,0	9,0
Attrezzature industriali e commerciali	34,0	17,0	8,0	49,0
Altri beni	42,0	91,0	5,0	2,0
Immobilizzazioni in corso ed acconti	10.413,0	11.409,0	12.301,0	14.297,0
Imm. Materiali Nette	14.520,0	15.515,0	16.269,0	18.339,0
Costi di impianto e di ampliamento	3,0	0,0	0,0	0,0
Costi di ricerca e sviluppo e di pubblicità	0,0	17,0	13,0	9,0
Diritti di brevetto e di ampliamento	0,0	0,0	0,0	0,0
Concessioni licenze e marchi	1,0	1,0	1,0	1,0
Immobilizzazioni in corso ed acconti	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre	72,0	442,0	852,0	34,0
Imm Immateriali nette	76,0	460,0	866,0	44,0
Partecipazioni	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri	502,0	2,0	10,0	10,0
Imm Finanziarie Nette	502,0	2,0	10,0	10,0
Totale Immobilizzazioni	15.098,0	15.977,0	17.145,0	18.393,0
Magazzino	6.036,0	6.584,0	5.847,0	5.137,0
Crediti commerciali	5.823,0	4.370,0	5.330,0	5.943,0
Altre attività correnti	289,0	499,0	226,0	553,0
Ratei e risconti	49,0	39,0	24,0	15,0
Acconti	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti commerciali	4.521,0	4.805,0	6.560,0	5.783,0
Debiti tributari	92,0	72,0	42,0	16,0
Debiti verso istituti di previdenza	19,0	27,0	28,0	24,0
Altri debiti	62,0	54,0	103,0	85,0
Ratei e risconti	2,0	2,0	1,0	1,0
Imposte differite	0,0	0,0	0,0	0,0
Debito verso fornitori di impianti	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitale circolante netto	7.501,0	6.532,0	4.693,0	5.739,0
Attività non operative	0,0	0,0	0,0	0,0
Trattamento di quiescenza	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri	137,0	80,0	132,0	67,0
TFR	167,0	205,0	231,0	273,0
Passività Non Operative	-304,0	-285,0	-363,0	-340,0
Capitale Investito Netto	22.295,0	22.224,0	21.475,0	23.792,0
Disponibilità liquide	114,0	122,0	5,0	127,0
Investimenti fin a breve	0,0	0,0	0,0	0,0
Investimenti fin a lungo	0,0	0,0	0,0	16,0
Anticipi / Effetti allo sconto / SBF	1.884,0	1.247,0	1.040,0	1.600,0
Debiti vs altri finanziatori a BT	0,0	0,0	0,0	600,0
Finanziamento soci	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti M/LT Banche	750,0	495,0	260,0	344,0
Debito residuo leasing	10.466,0	10.410,0	9.333,0	10.378,0
Debito Import	1.656,0	2.322,0	2.669,0	2.543,0
Nuovo Debito (Capex)	0,0	0,0	0,0	0,0
PFN cassa/(debiti)	-14.642,0	-14.352,0	-13.297,0	-15.322,0
Interessi di minoranza	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitale	4.000,0	4.039,0	4.134,0	4.366,0
Riserve da sovrapprezzo	0,0	0,0	0,0	0,0
Riserva da rivalutazione	3.354,0	3.354,0	3.354,0	3.354,0
Riserva legale	98,0	98,0	98,0	128,0

Dati finanziari €/000				
Anno Fiscale	X-3	X-2	X-1	X
Riserva per azioni proprie	0,0	0,0	0,0	0,0
Riserve statutarie	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre riserve	0,0	202,0	380,0	562,0
Utili (Perd) a nuovo	87,0	0,0	0,0	0,0
Utile/perdita dell'esercizio	114,0	179,0	212,0	60,0
Patrimonio Netto	7.653,0	7.872,0	8.178,0	8.470,0
Fonti finanziarie	22.295,0	22.224,0	21.475,0	23.792,0
TOTALE ATTIVITA'	27.409,0	27.591,0	28.577,0	30.184,0
TOTALE PASSIVITA'	27.409,0	27.591,0	28.577,0	30.184,0

Cash Flow (CF)

Dati finanziari €/'000			
Anno Fiscale	X-2	X-1	X
Ebit	612,0	610,0	444,0
Tasse	-68,0	-108,0	-69,0
Ammortamenti imm immateriali	32,0	21,0	22,0
Ammortamenti imm materiali	49,0	49,0	28,0
Ammortamento avviamento	0,0	0,0	0,0
Variazione TFR	38,0	26,0	42,0
Variazione altri fondi	-57,0	52,0	-65,0
Variazione del capitale circolante	969,0	1839,0	-1046,0
Crediti commerciali: (-) aum.; (+) dim.	1453,0	-960,0	-613,0
Magazzino: (-) aum.; (+) dim.	-548,0	737,0	710,0
Debiti commerciali: (+) aum.; (-) dim.	284,0	1755,0	-777,0
Altri crediti	-210,0	273,0	-327,0
Ratei e risconti attivi	10,0	15,0	9,0
Altri debiti	-20,0	20,0	-48,0
Ratei e risconti passivi	0,0	-1,0	0,0
Debito verso fornitori impianti	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa operativo	1575,0	2489,0	-644,0
Investimenti netti in imm immateriali	-416,0	-427,0	800,0
Investimenti netti in imm materiali	-1044,0	-803,0	-2098,0
Investimenti operativi netti	-1460,0	-1230,0	-1298,0
Flusso di cassa operativo libero	115,0	1259,0	-1942,0
Attività non operative	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa gestione straordinaria	-36,0	26,0	96,0
Altre attività comprese nell'attivo finanziario	500,0	-8,0	0,0
Partecipazioni	0,0	0,0	0,0
Porventi/oneri gestione finanziaria	-329,0	-316,0	-411,0
Variazione patrimonio netto	40,0	94,0	232,0
Var. Investimenti fin a breve	0,0	0,0	0,0
Var. Investimenti fin a lungo	0,0	0,0	-16,0
Anticipi / Effetti allo sconto / SBF	-637,0	-207,0	560,0
Debiti M/LT Banche	-255,0	-235,0	84,0
Obbligazioni entro l'esercizio	0,0	0,0	0,0
Debito vs altri finanziatori a BT	0,0	0,0	600,0
Finanziamento soci	0,0	0,0	0,0
Debito residuo leasing	-56,0	-1077,0	1045,0
Debito Import	666,0	347,0	-126,0
Obbligazioni oltre l'esercizio	0,0	0,0	0,0
Nuovo debito (Capex)	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa gestione finanziaria	-71,0	-1402,0	1968,0
Variazione liquidità disponibile	8,0	-117,0	122,0
Liquidità inizio periodo	114,0	122,0	5,0
Liquidità fine periodo	122,0	5,0	127,0
Variazione Cassa (+cassa = creazione)	8,0	-117,0	122,0

Di seguito si riportano le ipotesi di base del piano (*assumptions*) con separate indicazione della situazione *stand-alone* (ovvero, l'evoluzione aziendale senza l'investimento) e della *Start-up*.

Piano Economico (PE)

Fatturato.

La crescita dei ricavi per gli anni di piano considerati, dal 2012 al 2017, è stata ipotizzata molto contenuta e pari al +2,6% medio annuo. Tale incremento è di poco superiore al tasso di inflazione atteso ed è riconducibile ad una ripresa minima dell'economia per i prossimi 4 esercizi.

Costo materie prime.

L'incidenza degli acquisti sul fatturato è circa dell'80,2% dal 2012 al 2014 e pari al 79,5% circa dal 2015 al 2017. Tale lieve decremento nel tempo è riconducibile principalmente all'aumento del potere contrattuale del Gruppo verso i fornitori a seguito dei maggiori volumi richiesti. Da notare, come con scopi conservativi e prudenziali, si è deciso di considerare un'incidenza della materia prima sul fatturato per il 2012, sensibilmente maggiore rispetto a quella del 2011 pari al 71,3%.

Costo del personale.

Si stima di mantenere la struttura attuale e di assumere circa 4 persone dal 2013 al 2017 per far fronte alla crescita stimata della domanda e dei consequenziali carichi di lavoro. L'incidenza del personale sul fatturato rimane mediamente costante e pari all'8,78% per tutto l'orizzonte di piano considerato.

Altri costi ed oneri diversi di gestione.

La crescita media attesa di tali costi è di poco superiore a quella dell'inflazione e pari al +2,7% per anno.

Costi per servizi.

Si stima una crescita media del +3,52% per anno. Tale incremento è riconducibile principalmente ad un aumento dei costi verso terzi per prestazioni di servizi ricevuti.

Piano Patrimoniale (PP)

• Capitale Circolante Netto (CCN)

Magazzino.

Si stima che il valore del magazzino cresca a seguito dell'aumento della domanda. Il numero di giorni di rotazione migliora leggermente nel tempo a seguito di una maggiore efficienza interna per quanto concerne la gestione delle materie prime, semi lavorati e prodotti finiti.

Crediti commerciali.

In valori assoluti i crediti commerciali aumentano a seguito delle assunzioni di crescita effettuate sul fatturato. Il numero di giorni creditori si riducono nel tempo ai livelli *ex ante* crisi, grazie ad una ripresa globale

dell'economia a partire dal 2014.

Altre attività correnti.

Aumento correlato all'ipotesi di crescita di fatturato del Gruppo.

Debiti commerciali.

In valori assoluti i debiti commerciali aumentano a seguito dell'incremento della domanda e dei maggiori acquisti effettuati. Il numero dei giorni debitori si riduce leggermente nel tempo, ma rimangono comunque superiori a quelli della media di mercato.

Debiti verso istituti di previdenza.

Leggero aumento correlato alle nuove assunzioni previste entro il 2017.

Debito verso fornitori di impianto.

Vedi debito *leasing*.

- Attivo Fisso Netto (AFN)

Immobilizzazioni materiali (fabbricati, impianti e attrezzature).

Si stima che vengano ammortizzati secondo il loro normale e predefinito piano di ammortamento;

Immobilizzazioni in corso.

Applicando i criteri IAS (Vedi IAS 17 su *Leasing*), che permettono l'iscrizione in Stato Patrimoniale del bene in *leasing*, tale voce di bilancio nel 2011 risulta essere pari a 14.2 Mln circa, comprensiva anche dei maxi canoni pagati. Nel 2012, il bene in *leasing* è stato iscritto al netto del fondo ammortamento e €1,3 Mln sono stati aggiunti come nuovo investimento SAL ("*Addition*"). Il valore risultante a bilancio nel 2012, è pari a €15.3 Mln.

A partire dal 2013, tale voce risulta essere zero in quanto si è provveduto a trasferire l'*Asset* inerente al *leasing* e il debito ad esso correlato nella *Start-up*;

Immobilizzazioni immateriali.

Si stima che seguano il normale e predefinito piano di ammortamento.

- Posizione Finanziaria Netta (PFN)

Disponibilità liquide (cassa).

È calcolata come voce residuale e risultante dal rendiconto finanziario (*cash flow*).

Investimenti finanziari a lungo.

Sono stimati costanti lungo tutto l'orizzonte di piano.

Debito anticipo fatture, effetti allo sconto, SBF.

Vengono considerati come debito finanziario in quanto il rimborso è strettamente correlato all'azione del cliente, il quale potrebbe risultare

insolvente e non far fronte ai propri impegni di pagamento. Negli anni di piano si è stimato di mantenere costante tale voce ai livelli del 2011 in quanto l'attività aziendale rimane pressoché invariata.

Debito Import.

Vedi debito anticipo fatture, effetti allo sconto e SBF.

Debito bancario.

Il debito bancario a M/LT viene rimborsato secondo un piano di ammortamento finanziario a 4 anni e un tasso di interesse medio del 5%.

Debito verso altri finanziatori.

Si stima che sia costante e pari ai livelli del 2011.

Debito Leasing.

Comprende il debito connesso al bene in *leasing* al netto della quota capitale e il 90% dell'*Addition* effettuata. Il restante 10% è "ripagato" mediante una dilazione dei tempi di pagamento verso Fornitori conto Impianti.

Si precisa che il piano di ammortamento finanziario corrisponde al piano di ammortamento del bene, iscritto a bilancio nella voce Immobilizzazioni in corso (IAS 17). A partire dal 2013, il debito *leasing* e il Debito verso fornitori di Impianto risultano essere pari a zero in quanto "trasferiti" alla *Start-up*.

- **Patrimonio Netto (PN)**

Patrimonio Netto.

Nel 2013 il valore si riduce rispetto a quello degli esercizi precedenti a seguito del trasferimento del bene in *leasing* alla *Start-up*. Pertanto, tale variazione negativa è dovuta alla differenza tra il valore "portato fuori" dalle Immobilizzazioni in corso, comprensivo degli oneri pluriennali e del maxi canone sul *leasing*, e la somma del debito leasing e fornitori di impianto.

Ipotesi addizionali Start-up nuovo punto vendita:

Piano Economico (PE)

Fatturato.

Si stima che i ricavi per gli esercizi 2013 e 2014 siano costanti a pari a €12 Mln.

Per gli anni a seguire dal 2015 al 2017 incluso, il tasso di crescita del fatturato risulta essere pari rispettivamente a +8%, +9% e +7%. Tale crescita è correlata ad una ripresa dell'economia e ad un consolidamento della posizione di leadership nel territorio di riferimento, circoscritto alla provincia di Napoli.

Costo materie prime.

L'incidenza del costo della materia prima sul fatturato si riduce dal 70% nel 2013 al 68.2% nel 2017 a seguito di accordi commerciali con i fornitori, maggiormente favorevoli al Gruppo e alla Start-up. Infatti, grazie all'incremento dei volumi acquisiti, è ragionevole stimare che il Gruppo ottenga sconti maggiori sul prezzo.

Costo del personale.

L'incidenza del costo del personale sul fatturato aumenta nel tempo, passando dal 6.1% nel 2013 al 6.9% nel 2017. Tale incremento è riconducibile alle nuove assunzioni previste. Infatti il personale impiegato aumenta da 24 unità nel 2013 a 34 unità nel 2017.

Altri costi ed oneri diversi di gestione.

La crescita media attesa di tali costi è correlata a quella del fatturato.

Costi per servizi.

La crescita media attesa di tali costi è maggiore di quella del fatturato in quanto si stima un aumento dei costi verso terzi per prestazioni di servizi ricevuti.

Affitto.

L'affitto è mantenuto costante e pari a €850K, per tutto l'orizzonte di piano.

Piano Patrimoniale (PP)

• Capitale Circolante Netto (CCN)

Magazzino.

Come indicato dal piano di *marketing* fornito dalla Società, si stima che il valore del magazzino nel 2013 sia pari a €3,6 Mln di cui €0,8 Mln inerenti a materie prime, €1,8 Mln a merci e €1 Mln a prodotti finiti.

Nel piano si è stimato che il valore del magazzino cresca nel tempo a seguito dell'aumento della domanda. Inoltre, grazie ad una maggiore efficienza interna, per quanto concerne la gestione delle materie prime, semi lavorati e prodotti finiti, si stima di riuscire a ridurre leggermente i giorni di rotazione del magazzino stesso.

Crediti commerciali.

I crediti commerciali si riferiscono alla sola attività della Falegnameria.

Le altre ASA, essendo *Cash Provider*, non determinano alcuna incidenza sui crediti commerciali, in quanto la clientela di riferimento effettua i pagamenti in contanti o con carte di credito.

Ne consegue che il valore dei crediti commerciali è stato calcolato solo sulla base del fatturato generato dalla ASA Falegnameria.

Debiti commerciali.

I debiti commerciali nel 2013 corrispondono alla somma delle materie prime acquistate (€0,8 Mln) e delle merci (€1,8 Mln), per un totale di €2,6 Mln. La differenza di 1 Mln rispetto al valore del magazzino nel medesimo anno, riconducibile ai prodotti finiti, viene ripagarla per cassa.

Debito verso fornitori di impianto.

Tale debito, trasferito dalla Legnami alla *Start-up* nel 2013 per la costruzione del nuovo impianto, e corrispondente al 10% dell'*Addition*, risulta essere in tale anno pari a €138K.

Negli anni di piano successivi, si è stimato un rimborso dello stesso a quote costanti.

- **Attivo Fisso Netto (AFN)**

Immobilizzazioni materiali (Terreni e fabbricati).

Pari a €15 Mln circa nel 2013, tale voce comprende l'immobile *leasing* trasferito dalla Legnami Srl (comprensivo di maxi canone e oneri pluriennali) e l'*Addition* di €1,3 Mln. Entrambe le voci sono poste al netto del fondo ammortamento.

Immobilizzazioni materiali (Impianti e attrezzature).

Si stimano investimenti (*Capex*) nel 2013 pari a €1,57 Mln per impianti e attrezzature. Il piano di ammortamento è quello ordinario e previsto in 10 anni.

- **Posizione Finanziaria Netta (PFN)**

Disponibilità liquide (cassa).

È calcolata come voce residuale e risultante dal rendiconto finanziario (*cash flow*).

Debito Leasing.

Pari a €11Mln nel 2013, tale voce corrisponde al debito *leasing* trasferito dalla Legnami Srl, comprensivo del 90% dell'*Addition* effettuata, al netto della quota capitale.

- **Patrimonio Netto (PN)**

Patrimonio Netto.

Nel 2013, il valore del capitale proprio al netto dell'utile dell'esercizio, corrisponde alla differenza tra il valore delle dei terreni e fabbricati al netto del fondo ammortamento (€15 Mln) e il Debito residuo *Leasing* (€11Mln).

Tale differenza è stata iscritta nella voce "Versamenti azionisti in conto capitale".

Sulla base delle ipotesi di base, l'*advisor* ha provveduto ad elaborare il seguente piano economico-finanziario.

Piano Economico (PE)

<i>Dati finanziari € /000</i>						
Anno Fiscale	X+1		X+2		X+3	
Ricavi delle vendite	8.661,5	99,4%	20.872,0	99,8%	21.096,6	99,8%
Ricavi delle vendite	8.661,5	99,4%	20.872,0	99,8%	21.096,6	99,8%
Altri ricavi e proventi	49,5	0,6%	50,0	0,2%	50,5	0,2%
Altri ricavi	49,5	0,6%	50,0	0,2%	50,5	0,2%
Affitti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Fatturato	8.711,0	100,0%	20.922,0	100,0%	21.147,0	100,0%
% Change	2,4%		2,4%		2,5%	
Acquisti	-6.998,5	-80,3%	-15.568,5	-74,4%	-15.694,4	-74,2%
Variazione magazzino e prodotti finiti	0,5	0,0%	3.642,5	17,4%	83,2	0,4%
Consumi	-6.998,0	-80,3%	-11.926,0	-57,0%	-15.611,3	-73,8%
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Costo del personale	-748,0	-8,6%	-1.508,6	-7,2%	-1.570,9	-7,4%
Per servizi	-129,9	-1,5%	-219,0	-1,0%	-226,0	-1,1%
Affitti	0,0	0,0%	-850,0	-4,1%	-850,0	-4,0%
Per godimento beni di terzi	-210,4	-2,4%	-215,5	-1,0%	-220,9	-1,0%
Oneri diversi di gestione	-93,1	-1,1%	-265,4	-1,3%	-269,5	-1,3%
Accantonamento fondo svalutazione crediti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Costi operativi	-8.179,5	-93,9%	-14.984,5	-71,6%	-18.748,6	-88,7%
EBITDA	531,5	6,1%	5.937,4	28,4%	2.398,5	11,3%
Ammortamenti imm immat.	-5,0	-0,1%	-4,0	0,0%	-1,0	0,0%
Ammortamenti imm mat.	-57,0	-0,7%	-358,7	-1,7%	-449,0	-2,1%
Leasing	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Accantonamenti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Totale Ammortamenti / accantonamenti / leasing	-62,0	-0,7%	-362,7	-1,7%	-450,0	-2,1%
EBITA	469,5	5,4%	5.574,7	26,6%	1.948,5	9,2%
Avviamento	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
EBIT	469,5	5,4%	5.574,7	26,6%	1.948,5	9,2%
Proventi/Oneri finanziari netti	-425,6	-4,9%	-763,2	-3,6%	-745,8	-3,5%
Utile Di Competenza	44,0	0,5%	4.811,5	23,0%	1.202,7	5,7%
Totale Partite Straordinarie	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Utile Ante Imposte	44,0	0,5%	4.811,5	23,0%	1.202,7	5,7%
Imposte e tasse	-59,6	-0,7%	-1.599,4	-7,6%	-468,0	-2,2%
Utile Netto	-15,6	-0,2%	3.212,1	15,4%	734,7	3,5%
Analisi supplementare						
Fatturato	8.711,0		20.922,0		21.147,0	
Costi Fissi	1.181,5		3.058,5		3.137,3	
Costi variabili	6.998,0		11.926,0		15.611,3	
Break even point	6.008,1		7.113,2		11.984,7	
Margine di sicurezza (rischio operativo)	31,0%		66,0%		43,3%	

<i>Dati finanziari €/'000</i>						
Anno Fiscale	X+4		X+5		X+6	
Ricavi delle vendite	22.296,1	99,8%	23.717,3	99,8%	24.968,6	99,8%
Ricavi delle vendite	22.296,1	99,8%	23.717,3	99,8%	24.968,6	99,8%
Altri ricavi e proventi	51,0	0,2%	51,5	0,2%	52,0	0,2%
Altri ricavi	51,0	0,2%	51,5	0,2%	52,0	0,2%
Affitti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Fatturato	22.347,0	100,0%	23.768,8	100,0%	25.020,6	100,0%
% Change	10,6%		11,7%		9,7%	
Acquisti	-16.496,3	-73,8%	-17.445,4	-73,4%	-18.273,7	-73,0%
Variazione magazzino e prodotti finiti	106,6	0,5%	217,4	0,9%	194,1	0,8%
Consumi	-16.389,7	-73,3%	-17.228,0	-72,5%	-18.079,6	-72,3%
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Costo del personale	-1.723,6	-7,7%	-1.831,9	-7,7%	-1.920,6	-7,7%
Per servizi	-238,6	-1,1%	-253,0	-1,1%	-264,4	-1,1%
Affitti	-850,0	-3,8%	-850,0	-3,6%	-850,0	-3,4%
Per godimento beni di terzi	-226,7	-1,0%	-232,9	-1,0%	-239,2	-1,0%
Oneri diversi di gestione	-285,8	-1,3%	-305,2	-1,3%	-322,1	-1,3%
Accantonamento fondo svalutazione crediti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Costi operativi	-19.714,4	-88,2%	-20.700,9	-87,1%	-21.676,0	-86,6%
EBITDA	2.632,7	11,8%	3.068,0	12,9%	3.344,6	13,4%
Ammortamenti imm immat.	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Ammortamenti imm mat.	-464,9	-2,1%	-481,9	-2,0%	-500,0	-2,0%
Leasing	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Accantonamenti	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Totale Ammortamenti / accantonamenti / leasing	-464,9	-2,1%	-481,9	-2,0%	-500,0	-2,0%
EBITA	2.167,8	9,7%	2.586,1	10,9%	2.844,6	11,4%
Avviamento	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
EBIT	2.167,8	9,7%	2.586,1	10,9%	2.844,6	11,4%
Proventi/Oneri finanziari netti	-725,8	-3,2%	-704,4	-3,0%	-686,4	-2,7%
Utile Di Competenza	1.442,0	6,5%	1.881,7	7,9%	2.158,2	8,6%
Totale Partite Straordinarie	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Utile Ante Imposte	1.442,0	6,5%	1.881,7	7,9%	2.158,2	8,6%
Imposte e tasse	-548,3	-2,5%	-689,8	-2,9%	-779,3	-3,1%
Utile Netto	893,7	4,0%	1.191,9	5,0%	1.378,8	5,5%
Analisi supplementare						
Fatturato	22.347,0		23.768,8		25.020,6	
Costi Fissi	3.324,7		3.472,9		3.596,4	
Costi variabili	16.389,7		17.228,0		18.079,6	
Break even point	12.471,5		12.620,2		12.964,2	
Margine di sicurezza (rischio operativo)	44,2%		46,9%		48,2%	

<i>Dati finanziari €/000</i>						
Anno Fiscale	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	X+6
Anticipi / Effetti allo sconto / SBF	1.600,0	1.600,0	1.600,0	1.600,0	1.600,0	1.600,0
Debito vs altri finanziatori a BT	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0
Finanziamento soci	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti M/LT Banche	264,2	180,4	92,4	0,0	0,0	0,0
Debito residuo leasing	11.247,7	11.024,5	10.788,5	10.536,6	10.267,8	9.980,8
Debito Import	2.543,0	2.543,0	2.543,0	2.543,0	2.543,0	2.543,0
Nuovo debito (Capex)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obbligazioni entro l'esercizio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obbligazioni oltre l'esercizio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PFN cassa/(debiti)	-16.331,8	-15.496,6	-14.004,0	-12.201,4	-9.976,9	-7.232,7
Interessi di minoranza	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitale	4.366,0	4.376,0	4.376,0	4.376,0	4.376,0	4.376,0
Riserva da sovrapprez.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riserva da rivalutazione	3.354,0	3.354,0	3.354,0	3.354,0	3.354,0	3.354,0
Riserva legale	128,0	128,0	128,0	128,0	128,0	128,0
Riserva per azioni proprie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riserve statutarie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre riserve	622,0	606,4	3.818,5	4.553,2	5.446,8	6.638,8
Utili(Perd.) a nuovo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utile/perdita dell'esercizio	-15,6	3.212,1	734,7	893,7	1.191,9	1.378,8
Patrimonio Netto	8.454,4	11.676,5	12.411,2	13.304,8	14.496,8	15.875,6
Fonti Finanziarie	24.786,2	27.173,1	26.415,2	25.506,2	24.473,6	23.108,3
TOTALE ATTIVITA'	31.095,5	36.645,7	37.257,6	37.993,5	39.052,2	40.244,4
TOTALE PASSIVITA'	31.095,5	36.645,7	37.257,6	37.993,5	39.052,2	40.244,4

Piano Finanziario (PF)

<i>Dati finanziari €/'000</i>						
Anno Fiscale	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	X+6
Ebit	469,5	5.574,7	1.948,5	2.167,8	2.586,1	2.844,6
Tasse	-59,6	-1.599,4	-468,0	-548,3	-689,8	-779,3
Ammortamenti imm immat.	5,0	4,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Ammortamenti imm mat.	57,0	358,7	449,0	464,9	481,9	500,0
Ammortamento avviamento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione TFR	-4,3	7,5	8,6	11,4	2,7	5,7
Variazione altri fondi	46,5	1,2	2,3	2,4	-0,3	-1,6
Variazione del capitale circolante	-89,9	-1.188,4	73,9	-28,9	-162,7	-118,7
Crediti commerciali: (-) aum.; (+) dim.	-118,9	-157,5	-28,9	-92,6	-74,5	-17,5
Magazzino: (-) aum.; (+) dim.	-0,5	-3.642,5	-83,2	-106,6	-217,4	-194,1
Debiti commerciali: (+) aum.; (-) dim.	-84,2	2.620,0	206,1	187,0	151,3	110,2
Altri crediti	-43,6	-14,5	-4,1	-2,0	-3,6	-3,3
Ratei e risconti attivi	-21,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Altri debiti	41,3	6,4	3,1	4,7	0,7	4,9
Ratei e risconti passivi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti fornitori conto impianti	138,0	0,0	-18,9	-18,9	-18,9	-18,9
Flusso di cassa operativo	424,2	3.158,4	2.015,2	2.069,3	2.217,9	2.450,7
Investimenti netti in imm. immat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investimenti netti in imm.mat	-1.008,5	-1.570,0	223,2	459,2	711,0	979,9
Investimenti operativi netti	-1.008,5	-1.570,0	223,2	459,2	711,0	979,9
Flusso di cassa operativo libero	-584,2	1.588,4	2.238,4	2.528,4	2.928,9	3.430,6
Attività non operative	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa gestione straordinaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre attività comprese nell'attivo finanziario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Partecipazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proventi/oneri gestione finanziaria	-425,6	-763,2	-745,8	-725,8	-704,4	-686,4
Variazione patrimonio netto	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. Investimenti fin. a breve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. Investimenti fin. a lungo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anticipi / Effetti allo sconto / SBF	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti M/LT Banche	-79,8	-83,8	-88,0	-92,4	0,0	0,0
Obbligazioni entro l'esercizio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debito vs altri finanziatori a BT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanziamento soci	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debito residuo leasing	869,7	-223,2	-236,0	-251,9	-268,9	-287,0
Debito Import	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obbligazioni oltre l'esercizio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nuovo debito (Capex)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa gestione finanziaria	364,3	-1.060,2	-1.069,8	-1.070,1	-973,3	-973,4
Variazione liquidità disponibile	-219,9	528,2	1.168,7	1.458,3	1.955,7	2.457,2
Liquidità inizio periodo	127,0	-92,9	435,2	1.603,9	3.062,2	5.017,9
Liquidità fine periodo	-92,9	435,2	1.603,9	3.062,2	5.017,9	7.475,1
Variazione Cassa (+cassa = creazione)	-219,9	528,2	1.168,7	1.458,3	1.955,7	2.457,2

Al fine, poi, di dimostrare alla società di *leasing* la piena sostenibilità finanziaria dell'investimento anche in situazioni di stress finanziario, è stata predisposta un'analisi di sensitività (*Stress Test*) ipotizzando un calo massimo del fatturato fino al corrispondente punto di pareggio (BEP) ovvero al fatturato in corrispondenza del quale i ricavi operativi eguagliano i costi operativi (fissi e variabili). In particolare, in base alla leva operativa e al grado di elasticità dei costi totali, si è ipotizzato uno scenario pessimistico (*Worst Case*) con un calo pari al margine di sicurezza ovvero mediamente pari al 34% nell'*holding period* 2012-2017. Per scopi prudenziali e con l'intento di accentuare il *Worst Case* (Scenario pessimistico), sono stati inoltre rivisti i soli costi variabili in quanto strettamente correlati al minor fatturato stimato. Tutte le altre voci di bilancio sono state mantenute costanti e invariate rispetto al caso *stand alone*. In particolare, il calo ipotizzato al BEP risulta in media pari al 47% nell'*holding period* 2012-2017.

Dati finanziari €/000						
Anno Fiscale	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	X+6
Break even	6.008,1	7.113,2	11.984,7	12.471,5	12.620,2	12.964,2
Costi operativi	-6.008,0	-4.709,1	-11.948,7	-12.424,4	-12.518,2	-12.870,7
Ebitda	0,2	2.404,1	36,0	47,1	102,0	93,5
Ammortamenti	-62,0	-362,7	-450,0	-464,9	-481,9	-500,0
Ebit	-61,8	2.041,4	-413,9	-417,8	-379,9	-406,5
Tasse	-59,6	-1.599,4	-468,0	-548,3	-689,8	-779,3
Ammortamenti imm immat.	5,0	4,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Ammortamenti imm mat.	57,0	358,7	449,0	464,9	481,9	500,0
Ammortamento avviamento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione TFR	-4,3	7,5	8,6	11,4	2,7	5,7
Variazione altri fondi	46,5	1,2	2,3	2,4	-0,3	-1,6
Variazione del capitale circolante	-89,9	-1.188,4	73,9	-28,9	-162,7	-118,7
Crediti commerciali: (-) aum.; (+) dim.	-118,9	-157,5	-28,9	-92,6	-74,5	-17,5
Magazzino: (-) aum.; (+) dim.	-0,5	-3.642,5	-83,2	-106,6	-217,4	-194,1
Debiti commerciali: (+) aum.; (-) dim.	-84,2	2.620,0	206,1	187,0	151,3	110,2
Altri crediti	-43,6	-14,5	-4,1	-2,0	-3,6	-3,3
Ratei e risconti attivi	-21,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Altri debiti	41,3	6,4	3,1	4,7	0,7	4,9
Ratei e risconti passivi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti fornitori conto impianti	138,0	0,0	-18,9	-18,9	-18,9	-18,9
Flusso di cassa operativo	-107,1	-374,9	-347,2	-516,3	-748,1	-800,4
Investimenti netti in imm. immat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investimenti netti in imm.mat	-1.008,5	-1.570,0	223,2	459,2	711,0	979,9
Investimenti operativi netti	-1.008,5	-1.570,0	223,2	459,2	711,0	979,9
Flusso di cassa operativo libero	-1.115,6	-1.944,9	-124,0	-57,1	-37,0	179,5

Dati finanziari €/000						
Anno Fiscale	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	X+6
Attività non operative	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa gestione straordinaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre attività comprese nell'attivo finanziario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Partecipazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proventi/oneri gestione finanziaria	-425,6	-763,2	-745,8	-725,8	-704,4	-686,4
Variazione patrimonio netto	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. Investimenti fin. a breve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. Investimenti fin. a lungo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anticipi / Effetti allo sconto / SBF	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti M/LT Banche	-79,8	-83,8	-88,0	-92,4	0,0	0,0
Obbligazioni entro l'esercizio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debito vs altri finanziatori a BT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanziamento soci	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debito residuo leasing	869,7	-223,2	-236,0	-251,9	-268,9	-287,0
Debito Import	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obbligazioni oltre l'esercizio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nuovo debito (Capex)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flusso di cassa gestione finanziaria	364,3	-1.060,2	-1.069,8	-1.070,1	-973,3	-973,4
Variazione liquidità disponibile	-751,3	-3.005,2	-1.193,8	-1.127,2	-1.010,3	-793,9
Accordato - Utilizzato (Media)	2.370,7	2.370,7	2.370,7	2.370,7	2.370,7	2.370,7
Differenziale (se <0 da coprire)	1.619,4	-634,5	1.176,9	1.243,5	1.360,4	1.576,9

Da ultimo, per dare sia ai soci che alla società di *leasing* una ragionevole certezza circa la crescita di valore in continuità aziendale *ex art. 2423-bis*, si è proceduto alla stima del valore economico aziendale.

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione viene effettuata in base alle caratteristiche delle società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa.

In generale, il principio base della valutazione ai fini della valutazione del capitale economico aziendale consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi selezionati.

Le metodologie prescelte devono essere considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Tuttavia, i risultati ottenuti con il metodo dei Multipli, riflettono le variazioni riscontrate nei mercati finanziari, che sono attualmente caratterizzati da una situazione di elevata volatilità. Tale circostanza, pertanto, può influenzare in misura significativa i risultati ottenuti.

Ai fini della predisposizione della presente relazione, sono stati inizialmente presi in esame numerosi metodi di valutazione, tra cui il Metodo Patrimoniale e quelli Misti. Tuttavia, considerata la natura

specifica dell'attività svolta dal Gruppo, si è deciso di applicare il "Discounted Cash Flow (DCF)" e come Metodo di controllo i "Multipli di Borsa" (*Ebitda Multiple* medio di settore).

La metodologia DCF determina il valore del capitale economico della società oggetto della valutazione tramite la stima dei flussi di cassa futuri al lordo degli oneri finanziari, generati dalla società stessa, attualizzati in funzione dell'arco temporale in cui sono ottenuti.

Tali flussi monetari vengono attualizzati ad un tasso di sconto che riflette il costo medio ponderato delle risorse finanziarie (mezzi propri ed indebitamento) immesse in azienda, sulla base del grado di rischio dell'investimento stesso.

La prassi prevede che, nell'ambito della valutazione con la metodologia del DCF, venga identificato a fine piano, un valore attribuibile a scadenza all'azienda ("*Terminal Value*") in ipotesi di continuità operativa.

Le formule applicate sono le seguenti:

$$EQV = (\sum FCFO_i / (1+WACC)^t + TV) - PFN$$

Calcolo TV con Perpetual Growth:

$$TV = ((FCFO_{LY} (1+g)) / (WACC - g)) / (1+WACC)^{LY+1}$$

Calcolo TV con *Ebitda Multiple*:

$$TV = (Ebitda_{LY} (1+g) \times Ebitda Multiple) / (1+WACC)^{LY+1}$$

Legenda:

EQV = *Equity Value* o valore dell'azienda

FCFO_i = *Free Cash Flow* Operativo nei vari anni di piano considerati

WACC = costo medio ponderato del capitale

TV = *Terminal Value*

PFN = posizione finanziaria netta corrente

FCFO_{LY} = *Free Cash Flow* Operativo dell'ultimo anno di piano (LY = *Last year*)

Ebitda_{LY} = Ebitda dell'ultimo anno di piano (LY = *Last year*)

g = tasso perpetuo di crescita annuo atteso

Ebitda Multiple = EV / Ebitda medio di settore

Il metodo dei multipli di Borsa perviene alla determinazione del valore economico del capitale sulla base di moltiplicatori che scaturiscono dai

prezzi negoziati sui mercati borsistici.

Il valore d'impresa è determinato mediante i multipli di alcune grandezze economico-patrimoniali aziendali (ad esempio utile netto, risultato operativo, risultato operativo netto, fatturato, *cash flow*, patrimonio netto) espressi dal mercato e riferiti a società quotate ed operanti nei medesimi settori di riferimento. La valutazione attraverso il metodo in esame attribuisce all'azienda un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico indipendentemente dall'effettivo valore dell'azienda medesima stimato con l'impiego dei metodi assoluti (quali DCF, reddituale,

Patrimoniale misto, Eva). Tale metodologia mira ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese quotate alle variabili economiche aziendali, note come "Fundamentals". Nel caso in esame, la valutazione è stata effettuata con l'*Ebitda Multiples* medio di settore.

I risultati ottenuti sono riportati di seguito.

Discounted Cash Flow (DCF)

L'*Equity Value* del Gruppo (EQV), comprensivo della *Start-up*, è stato calcolato sulla base dei seguenti fattori.

Free Cash Flow Operativo (FCFO)

Il Free Cash Flow Operativo (FCFO) rappresenta l'effettivo flusso monetario (cassa) generato da un'azienda o divisione, tenuti in considerazione gli investimenti in capitale circolante e gli investimenti necessari all'operatività ed al mantenimento/accrescimento dell'attività nel lungo periodo.

Dati finanziari €/000						
Anno Fiscale	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	X+6
Ebit	469,5	5.574,7	1.948,5	2.167,8	2.586,1	2.844,6
Tasse	-59,6	-1.599,4	-468,0	-548,3	-689,8	-779,3
Ammortamenti imm immat.	5,0	4,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Ammortamenti imm mat.	57,0	358,7	449,0	464,9	481,9	500,0
Ammortamento avviamento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione TFR	-4,3	7,5	8,6	11,4	2,7	5,7
Variazione altri fondi	46,5	1,2	2,3	2,4	-0,3	-1,6
Variazione del capitale circolante	-89,9	-1.188,4	73,9	-28,9	-162,7	-118,7
Crediti commerciali: (-) aum.; (+) dim.	-118,9	-157,5	-28,9	-92,6	-74,5	-17,5
Magazzino: (-) aum.; (+) dim.	-0,5	-3.642,5	-83,2	-106,6	-217,4	-194,1
Debiti commerciali: (+) aum.; (-) dim.	-84,2	2.620,0	206,1	187,0	151,3	110,2
Altri crediti	-43,6	-14,5	-4,1	-2,0	-3,6	-3,3

Dati finanziari €/000						
Anno Fiscale	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	X+6
Ratei e risconti attivi	-21,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Altri debiti	41,3	6,4	3,1	4,7	0,7	4,9
Ratei e risconti passivi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti fornitori conto impianti	138,0	0,0	-18,9	-18,9	-18,9	-18,9
Flusso di cassa operativo	424,2	3.158,4	2.015,2	2.069,3	2.217,9	2.450,7
Investimenti netti in imm. immat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investimenti netti in imm.mat	-1.008,5	-1.570,0	223,2	459,2	711,0	979,9
Investimenti operativi netti	-1.008,5	-1.570,0	223,2	459,2	711,0	979,9
Flusso di cassa operativo libero	-584,2	1.588,4	2.238,4	2.528,4	2.928,9	3.430,6

Costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il costo medio ponderato del capitale risulta essere pari a 10,17% sulla base del costo del debito (Kd) e del capitale di rischio (Ke) calcolato secondo il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Il WACC è stato applicato per calcolare l'*Enterprise Value* (EV) del Gruppo.

Di seguito vengono evidenziati i calcoli per il costo del debito e del capitale di rischio.

Costo del capitale di debito (Kd)

Il costo del capitale di debito medio aziendale è stato calcolato sulla base dell'Euribor a 12 mesi al 13/07/12 più lo spread medio applicato dai principali istituti di credito:

Costo del debito (Kd)	
Euribor a 12 mesi	1,05%
Spread	4,50%
Totale	5,6%
Crescita prevista nei prossimi 5 anni	1,50%
Costo del debito (Kd) Adjusted	7,1%
Aliquota fiscale	31,40%
Costo del debito (al netto effetto fiscale)	4,8%

Fonte: www.euribor.it

Il risultato ottenuto è stato infine incrementato di 150 *basis points*, in quanto è presumibile che nei prossimi anni il tasso variabile (Euribor) tenda a risalire rispetto ai minimi odierni. Il costo del capitale di debito (Kd) risulta pertanto pari al 4.8%.

Costo del capitale proprio (Ke)

Il costo del capitale proprio è stato calcolato secondo il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), considerando le variabili illustrate nella seguente tabella:

Costo del capitale di rischio (Ke)	
Tasso privo di rischio (BTP 5 years)	5,84%
Premio per il rischio Stock Exchange market	5,75%
Beta (U)	0,48
Leva finanziaria	0,12
Aliquota fiscale	34%
Beta (RL)	0,51
ARP - Downsizing Factor	1,00%
Company Specific Risk Adj.	1,00%
Costo del capitale di rischio (Ke)	10,79%

Fonte BTP 5 anni: Ministero dell'economia e delle finanze

Fonte Premio di Mercato: Damodaran (Italia)

Il *Beta Unlevered* è stato calcolato sulla base del seguente campione costituito da società attive nello stesso settore del Gruppo e quotate in borsa:

Comparables	Country	Debt / Equity	EV	Net Debt	Equity Value	Tax rate	D/(D+E)	E/(D+E)	$\beta_L(5y)$	$\beta_{UL}(5y)$	EV/Ebitda
A	France	1,62	238	147	91	34,40%	0,62	0,38	0,47	0,23	4,38
B	USA	0,10	70.459	6.655	63.804	40,00%	0,09	0,91	1,23	1,16	9,47
C	Japan	0,72	1.556	653	903	40,69%	0,42	0,58	0,00	0,00	5,07
D	Sweden	0,07	735	48	687	28,00%	0,07	0,93	0,59	0,56	7,68
E	Canada	0,13	1.566	180	1.386	34,00%	0,11	0,89	0,55	0,51	6,83
F	UK	0,02	8.164	184	7.980	28,70%	0,02	0,98	0,90	0,89	5,93
G	Germany	0,04	752	27	725	29,80%	0,04	0,96	0,29	0,28	3,96
H	Germany	2,40	497	351	146	29,80%	0,71	0,29	1,20	0,45	N/M
I	Japan	-0,37	549	(329)	878	40,69%	-0,60	1,60	0,42	0,31	2,57
L	Japan	0,14	302	36	266	40,69%	0,12	0,88	0,59	0,55	2,6
Media		0,49	8.482	795	7.687	34,68%	0,16	0,84	0,62	0,49	5,39
Mediana		0,12	744	164	802	34,20%	0,10	0,90	0,57	0,48	5,07

Fonte: www.infinancials.com

Tabella 1:
Calcolo del *Beta Unlevered*

Il costo del capitale proprio tiene in considerazione un “*Downsizing Factor*” dell’1,0%, riconducibile all’incertezza sui mercati e un “*Company Specific Risk Adjusted*” dell’ 1,0% riconducibile alla grande concorrenza che i gruppi distributivi internazionali, come Bricocenter, Leroy Merlin, Obi, Castorama e Bricofer, attuano su tutto il territorio nazionale mediante la loro capillare rete distributiva.

Dati finanziari €/000												
EV Max		Crescita perpetua - Enterprise Value										
WACC	0,1%	27.289	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
	9,8%	27.784	28.006	28.232	28.464	28.701	28.943	29.190	29.443	29.701	29.965	
	9,9%	27.442	27.659	27.880	28.106	28.336	28.572	28.812	29.058	29.309	29.567	
	10,0%	27.108	27.319	27.535	27.755	27.979	28.209	28.443	28.682	28.927	29.177	
	10,1%	26.781	26.987	27.197	27.411	27.630	27.854	28.082	28.315	28.553	28.797	
	10,2%	26.461	26.662	26.866	27.075	27.289	27.506	27.729	27.956	28.188	28.425	
	10,3%	26.147	26.343	26.543	26.747	26.954	27.167	27.383	27.605	27.831	28.061	
	10,4%	25.840	26.031	26.226	26.425	26.627	26.834	27.045	27.261	27.481	27.706	
	10,5%	25.539	25.725	25.915	26.109	26.307	26.509	26.715	26.925	27.139	27.358	
	10,6%	25.244	25.426	25.611	25.800	25.993	26.190	26.391	26.596	26.805	27.018	

Dati finanziari €/000												
EV Max		Multiplo Ebitda - Enterprise Value										
WACC	0,5	17.366	3,07	3,57	4,07	4,57	5,07	5,57	6,07	6,57	7,07	7,57
	9,8%	13.915	14.832	15.749	16.666	17.583	18.500	19.417	20.334	21.251	22.168	
	9,9%	13.882	14.793	15.705	16.617	17.528	18.440	19.351	20.263	21.175	22.086	
	10,0%	13.849	14.755	15.661	16.567	17.474	18.380	19.286	20.192	21.099	22.005	
	10,1%	13.816	14.717	15.618	16.519	17.419	18.320	19.221	20.122	21.023	21.924	
	10,2%	13.783	14.679	15.574	16.470	17.366	18.261	19.157	20.053	20.948	21.844	
	10,3%	13.751	14.641	15.532	16.422	17.312	18.203	19.093	19.983	20.874	21.764	
	10,4%	13.719	14.604	15.489	16.374	17.259	18.144	19.030	19.915	20.800	21.685	
	10,5%	13.687	14.567	15.447	16.327	17.207	18.087	18.966	19.846	20.726	21.606	
	10,6%	13.655	14.530	15.405	16.280	17.154	18.029	18.904	19.779	20.653	21.528	

Dati finanziari €/000												
EV Max		Crescita perpetua - Enterprise Value										
WACC	0,1%	27.289	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
	9,8%	27.784	28.006	28.232	28.464	28.701	28.943	29.190	29.443	29.701	29.965	
	9,9%	27.442	27.659	27.880	28.106	28.336	28.572	28.812	29.058	29.309	29.567	
	10,0%	27.108	27.319	27.535	27.755	27.979	28.209	28.443	28.682	28.927	29.177	
	10,1%	26.781	26.987	27.197	27.411	27.630	27.854	28.082	28.315	28.553	28.797	
	10,2%	26.461	26.662	26.866	27.075	27.289	27.506	27.729	27.956	28.188	28.425	
	10,3%	26.147	26.343	26.543	26.747	26.954	27.167	27.383	27.605	27.831	28.061	
	10,4%	25.840	26.031	26.226	26.425	26.627	26.834	27.045	27.261	27.481	27.706	
	10,5%	25.539	25.725	25.915	26.109	26.307	26.509	26.715	26.925	27.139	27.358	
	10,6%	25.244	25.426	25.611	25.800	25.993	26.190	26.391	26.596	26.805	27.018	

Dati finanziari €/000												
EV Max		Multiplo Ebitda - Enterprise Value										
WACC	0,5	17.366	3,07	3,57	4,07	4,57	5,07	5,57	6,07	6,57	7,07	7,57
	9,8%	13.915	14.832	15.749	16.666	17.583	18.500	19.417	20.334	21.251	22.168	
	9,9%	13.882	14.793	15.705	16.617	17.528	18.440	19.351	20.263	21.175	22.086	
	10,0%	13.849	14.755	15.661	16.567	17.474	18.380	19.286	20.192	21.099	22.005	
	10,1%	13.816	14.717	15.618	16.519	17.419	18.320	19.221	20.122	21.023	21.924	
	10,2%	13.783	14.679	15.574	16.470	17.366	18.261	19.157	20.053	20.948	21.844	
	10,3%	13.751	14.641	15.532	16.422	17.312	18.203	19.093	19.983	20.874	21.764	
	10,4%	13.719	14.604	15.489	16.374	17.259	18.144	19.030	19.915	20.800	21.685	
	10,5%	13.687	14.567	15.447	16.327	17.207	18.087	18.966	19.846	20.726	21.606	
	10,6%	13.655	14.530	15.405	16.280	17.154	18.029	18.904	19.779	20.653	21.528	

Tabella 2:
Sensitivity EV (€/000)

Per completare la valutazione di fattibilità finanziaria del Piano e valutare l'*Equity Value* un metodo di controllo utilizzabile è il c.d. Metodo dei Multipli.

Metodo dei Multipli

Il valore dell'*Equity Value* individuato con il metodo dei multipli di settore (*Ebitda Margin*) –utilizzato come metodo di controllo– è stato calcolato sulla base del seguente paniere di società comparabili. Allo scopo di rendere tale campione il più omogeneo possibile, sono state escluse le aziende che operano in mercati emergenti e che svolgono attività diverse da quelle del Gruppo:

Comparables	Country	EV/ Ebitda
A	France	4,38
B	USA	9,47
C	Japan	5,07
D	Sweden	7,68
E	Canada	6,83
F	UK	5,93
G	Germany	3,96
H	Germany	N/M
I	Japan	2,57
L	Japan	2,6
Media		5,39
Mediana		5,07

Fonte: www.infinancials.com

Applicando un *Ebitda Multiple* di 5,07, si è provveduto a valutare l'*Enterprise Value* del Gruppo a cui è stata poi dedotta la Posizione finanziaria netta al 31/12/2011.

L'*Equity Value* ottenuto con il metodo dell'*Ebitda Multiple* è pari a €2 Mln. Tale valore, a nostro avviso, non riflette l'effettivo valore per gli azionisti in quanto risulta essere sottostimato e condizionato dall'effetto negativo della crisi che si ripercuote principalmente sui mercati azionari e conseguentemente sulle quotazioni e sui multipli adottati.

In conclusione, alla luce dei risultati ottenuti il nuovo investimento risulta essere:

- pienamente giustificato sul piano strategico e competitivo, visti gli scopi illustrati dalla Società (cfr. pag. 6), in linea con la tendenza registrata dal mercato di riferimento (clientela *Retail*, Grossisti, Artigiani e Professionisti),
- pienamente sostenibile sul piano finanziario, in particolare per

quanto concerne il fabbisogno derivante dal servizio del debito bancario (rate di mutuo, canoni di *leasing* e rientri di finanziamenti programmati);

- incrementativo del valore economico aziendale, sia in termini di capitale investito per i terzi creditori e per le banche (*Enterprise Value*) che in termini di capitale di rischio per i soci (*Equity Value*).

- Migliora sensibilmente il *rating* complessivo integrato d'impresa medio atteso assegnato dalla società di *leasing* rispetto all'orizzonte temporale assegnato (*holding period*: 2012-2017) come si è dimostrato con una simulazione separata⁽¹⁹⁾.

Conclusioni

Sulla base del *Business Plan* predisposto e della contestuale attività di *rating advisory* (analisi economico-finanziaria aggregata e *rating*), dopo una lunga negoziazione, la società di *leasing* ha provveduto a concedere un finanziamento addizionale di Euro 1.400.000 e, come richiesto dal *financial advisor*, un piano d'ammortamento a quote di capitale crescente che ha ulteriormente mitigato il rischio finanziario dell'operazione rendendola maggiormente sostenibile sul piano dell'impegno di tesoreria.

Per la società di *leasing* i vantaggi della soluzione transattiva raggiunta sono evidenti: evitare di girare a sofferenza (con conseguente necessità di segnalazione in Centrale Rischi) l'intera posizione di rischio, pari ad Euro 13/Ml circa altre rate di preammortamento in arretrato ed interessi di mora, con possibilità di attivare un effetto restrittivo (*credit crunch*) a cascata sulle altre banche finanziatrici.

Il mantenimento della posizione in *bonis* ed il significativo miglioramento del *rating* d'impresa, permette alla società di *leasing* di evitare una forte perdita e contenere significativamente il costo per il rischio (perdita attesa).

Per l'impresa il principale vantaggio è stato di evitare procedure concorsuali (nello specifico, concordato preventivo) estremamente

⁽¹⁹⁾ Analisi, effettuata con l'ausilio dei modelli *score* di Centrale dei Bilanci, che per semplicità non si riporta nel presente lavoro, ha tra l'altro dimostrato alla società di *leasing* che, a regime, il nuovo punto vendita avrebbe consentito, unitamente alla fusione delle tre società operative riconducibili alla famiglia imprenditoriale, il passaggio progressivo da un *score* di bilancio "7 – rischio" ad uno *score* "4 – solvibilità", con un indubbio contenimento del suo costo per il rischio (perdita attesa).

dispendiose e, il più delle volte, prive di concreta efficacia risolutoria sia per l'impresa che per la collettività dei creditori⁽²⁰⁾.

L'impresa inoltre ha rinsaldato, sulla base di un rinnovato, maggiore e reciproco rispetto professionale, il rapporto con tutte le banche dimostrando affidabilità e capacità di reagire adeguatamente in caso di temporanea difficoltà finanziaria.

Tutto ciò si è riflesso in un complessivo miglioramento, sul piano sia qualitativo (nuove e più efficienti forme tecniche di affidamento) che quantitativo (maggiori importi e con un miglior *pricing*), dei rapporti creditizi.

5.4. Problematiche del Business Plan per le aziende di minore dimensione

5.4.1. Specificità delle imprese di minori dimensioni

Si è scelto di parlare di aziende di minore dimensione, senza meglio qualificarle, perché anche l'artigiano si rivolge al sistema bancario per finanziare investimenti in macchinari impianti ed altro, ed una domanda di finanziamento accompagnata da un *Business Plan*, proporzionato all'attività svolta e al finanziamento richiesto, faciliterebbe sicuramente l'accoglimento e l'ottenimento di migliori condizioni.

In queste situazioni l'imprenditore si concentra sulla valutazione tecnica dell'investimento e sull'impatto in termini qualitativi/quantitativi sul processo produttivo. Il tutto viene tradotto in fatturato e margini e la pratica per presentare domanda di fido sembra essere pronta.

In queste situazioni le banche e gli altri istituti finanziari valutano il rischio con scarsa attenzione agli impatti che l'investimento potrebbe avere sull'andamento futuro del cliente perché mancano le informazioni. La valutazione è quindi centrata sull'analisi delle garanzie e/o del valore di rivendita del bene finanziato con il rischio per l'azienda di essere penalizzata nelle condizioni o peggio ancora, ritenuta non affidabile.

⁽²⁰⁾ Da una recente ricerca fatta dal Tribunale Fallimentare di Milano risulta che sul totale dei concordati preventivi presentati dopo l'entrata in vigore del d.lgs. 12 settembre 2007 n.169 che ha novellato la Legge Fallimentare del 1942, il 73,30% dei pagamenti chirografari non hanno superato il 20% del totale nominale ammesso. Inoltre, ben il 38% dei crediti ha un'aliquota di soddisfazione pari a zero.

In tale contesto il Dottore Commercialista dovrebbe sviluppare modalità innovative per assistere il suo cliente nell'analizzare gli aspetti economico finanziari e accompagnarlo nella trattativa con la banca.

In questo contesto il *Business Plan* assume il duplice ruolo di momento di riflessione interno all'azienda, di cui il commercialista è il promotore, e di strumento di comunicazione verso le banche e gli altri istituti finanziari della strategia aziendale e delle conseguenti politiche gestionali.

5.4.2. Le modalità di raccolta delle informazioni da parte delle banche

Una prima ed utile distinzione è tra banche minori e grandi: le differenze tra le due categorie riguardano le metodologie utilizzate per valutare il merito creditizio del cliente e l'importanza assegnata al *Business Plan*.

Le metodologie usate dalle banche minori, spesso radicate nel loro territorio, si basano prevalentemente sulle informazioni raccolte dal rapporto diretto con il cliente, dalle imprese che operano nelle stesse *supply chain* e dalle relazioni con l'ambiente economico e sociale in cui è conosciuto.

Queste banche non ricevono abitualmente *Business Plan* dalla loro clientela ed il suo peso sulla decisione finale è modesto.

Anche le banche di maggiori dimensioni hanno le stesse modalità di raccolta delle informazioni, ma utilizzano metodologie di analisi dei rischi basate su modelli continuamente aggiornati ed adeguati al mutare del panorama economico nazionale ed europeo ed i *Business Plan* hanno un peso maggiore nella decisione finale.

5.4.3. Il ruolo del commercialista nel processo di preparazione del Business Plan

Il commercialista può svolgere una pluralità di ruoli in funzione delle competenze e delle strutture di cui dispone. L'attività minima che potrebbe essere svolta è prestare assistenza alla clientela principalmente in due contesti:

- rileggere l'analisi e la documentazione che il cliente ha preparato con l'ottica della banca, che normalmente ha una diversa visione della valutazione dei rischi;
- aiutarlo a completare quanto non ha saputo fare.

Appare quindi utile approfondire quanto la banca andrà ad individuare nella domanda di finanziamento, nell'ipotesi semplificata in cui il cliente è già conosciuto (un *track record* significativo) ed opera in settori economici obiettivo per la banca stessa.

5.4.4. I punti di riferimento per il Business Plan: la strategia aziendale

Alla base di ogni progetto dovrebbe esserci una strategia di lungo periodo all'interno della quale si inserisce l'investimento che si sta analizzando. Cosa importante da dimostrare alla banca è che l'azienda ha una profonda conoscenza del mercato, delle sue tendenze e dei competitors, che i prodotti /servizi offerti soddisfano le esigenze della clientela, che l'azienda conosce le strategie giuste per operare sul mercato ed ha i mezzi finanziari, materiali ed il personale per realizzarle, che possiede gli strumenti per monitorare la propria attività, soprattutto nella dimensione finanziaria quella di maggiore interesse per la banca e più problematica di questi tempi.

Fra le molte motivazioni che sono alla base della decisione di investire –riduzione costi, potenziamento della produzione, adeguamento della normativa ecc. ecc.– cerchiamo di individuare quelle più significative per la banca e le relative motivazioni, tenendo conto che i due punti importanti delle metodologie bancarie di assegnazione del rating sono:

- a. la capacità dell'azienda di generare cassa, che può essere cosa ben diversa dalla redditività;
- b. la sua capacità di far fronte ai propri impegni finanziari.

Conseguentemente ogni investimento con alta capacità di generare cassa e con ragionevoli motivazioni di ripagare l'investimento sarà visto con un occhio di favore. Il finanziamento richiesto dovrà essere di durata correlata con il periodo di rientro dell'investimento

Una azienda che ha una scarsa differenziazione dei mercati di vendita od è monoprodotta o monocliente, sicuramente è più rischiosa di un'altra che opera in mercati differenziati per segmento, area geografica, canale distributivo ecc.. Tutti gli investimenti diretti ad aumentare questa diversificazione saranno sicuramente più graditi di quelli diretti alla sola riduzione dei costi o al potenziamento della produzione.

Investimenti volti a sfruttare brevetti oppure collegati ad accordi con clienti o fornitori che rappresentino un passo verso l'innovazione –termine terribilmente abusato– sono sicuramente apprezzati

Investimenti diretti ai mercati/prodotti che la banca conosce bene

saranno valutati con maggiore competenza. Questo elemento sarà da ben valutare soprattutto nella scelta delle banche alle quali presentare la domanda di finanziamento.

La solidità patrimoniale è un altro elemento importante per l'attribuzione del *rating* quindi andranno esposti quegli elementi che contribuiscono nel tempo al suo miglioramento.

Ovviamente anche la redditività è un elemento tutt'altro che trascurato, ma quello che interessa alla banca è soprattutto la stabilità nel tempo della redditività, elemento di ben difficile predittività di questi tempi. La diversificazione, di cui sopra abbiamo parlato, è sicuramente un elemento di riduzione del rischio di variabilità dei margini.

Altro elemento molto importante per questa tipologia di aziende sarà l'impatto che l'investimento potrà avere sulla struttura organizzativa sia interna che esterna, quindi importante è dare indicazioni in merito.

5.4.5. I punti di riferimento per il Business Plan – le analisi della banca

Sicuramente l'imprenditore avrà fatto bene tutti i calcoli di tipo tecnico inclusi i costi relativi all'investimento. Un po' più problematica potrebbe essere la valutazione dei ricavi, ma la domanda che dobbiamo porci è: cosa viene comunicato alla banca?

Se manca un *Business Plan*, la banca si limiterà a misurare da un lato il *rating* del cliente e dall'altro le garanzie a fronte dell'investimento richiesto.

Se un *Business Plan* viene presentato, anche nella dimensione ridotta compatibile con la realtà aziendale, la banca può valutare il progetto e questo potrà riflettersi sia sull'ammontare del finanziamento che sulle condizioni.

Il secondo capitolo del *Business Plan* sarà costituito quindi dai bilanci previsionali corredati con le indicazioni delle ipotesi sulla base delle quali sono stati redatti, operazione sicuramente non facile per una azienda di minori dimensioni, vediamo quindi di indicare un percorso che perlomeno in parte potrà essere seguito da tutte le aziende.

La base di partenza deve essere l'ultimo bilancio o l'ultima dichiarazione dei redditi presentata, esposta con ben maggiori dettagli volti ad enucleare i ricavi, i costi ed il capitale circolante netto sui quali andrà ad incidere l'investimento proposto.

Il passo successivo dovrebbe essere la previsione degli effetti dell'investimento in un arco temporale almeno fino al momento in cui la

situazione tenderà ad essere stabile. Esemplificando se l'investimento entra a regime nel giro di pochi mesi, con riferimento all'ultimo bilancio approvato, si dovranno presentare almeno gli impatti economici dell'anno in cui l'investimento viene iniziato e concluso e dell'anno successivo in cui l'investimento sarà pienamente operativo.

Evidentemente l'ideale sarebbe presentare un *Business Plan* di durata pari a quella del finanziamento e molti software permettono di fare queste extrapolazioni spesso considerate dalle banche delle semplici esercitazioni didattiche.

Questi sono i dati e gli indici particolarmente utili per valutare gli impatti economici correlati all'investimento:

- il *cash flow* a regime rispetto al fatturato e al servizio del debito;
- i ricavi, evidenziando gli effetti di ampliamento dei settori e dei mercati in cui l'azienda andrà ad operare;
- il $MON = EBIT$ (il $MOL = EBITDA$ perde di significatività dato che non include gli ammortamenti);
- l'incidenza di specifici costi correlati all'investimento;
- gli oneri finanziari ed il loro rapporto rispetto al $MON = EBIT$;
- gli oneri fiscali di cui evidenziare la riduzione per effetto degli ammortamenti e l'incremento per effetto del maggior margine;
- l'utile netto e la politica di distribuzione dei dividendi.

Ma anche gli elementi che servono a misurare i risultati attesi in termini di produttività, altra parola magica.

Tutti valori da analizzare nel loro andamento pluriennale partendo da 1/2 anni di dati consuntivi e per quanto possibile su dati previsionali.

Più complessa, ma ineludibile, salvo dare una pessima impressione a chi leggerà il *Business Plan*, è tutta la parte che riguarda la dimensione finanziaria del progetto, articolabile nei seguenti punti:

- le modalità di finanziamento dell'investimento, ed in particolare la quota finanziata con mezzi propri ed eventuali risorse esterne all'azienda che i soci o terzi possono mettere a disposizione. La banca è disposta ad accompagnare i soci nei loro investimenti, non a sostituirli.
- gli impatti che l'investimento avrà sul capitale circolante che "inevitabilmente" aumenterà, se così non fosse, e potrebbe anche essere, bisognerebbe dimostrarlo con adeguate motivazioni e simulazioni. Facile capire l'attenzione a questo aspetto perché anche l'aumento del capitale circolante andrà finanziato, ed i fornitori forse lo faranno, ma solo in parte.
- le garanzie da offrire alla banca, indispensabili in un finanziamento pluriennale. Tra queste è sicuramente gradita quella offerta da un Confidi

perché presuppongono una valutazione del rischio da parte di un terzo qualificato (condivisione della valutazione) e per la validità sia ai fini della copertura dei rischi che di assorbimento del patrimonio di vigilanza. Inoltre, molto spesso, sono collegate a crediti agevolati da istituzioni di vario tipo, quindi meno onerosi per il cliente.

- risorse esterne dei soci potrebbero essere anche solo a disposizione in caso di necessità. La banca valuta positivamente questa disponibilità perché è un “salvagente” molto utile in questi periodi di turbolenza, anche se è una *extrema ratio*.

L'arco temporale minimo in cui misurare le modalità di finanziamento sono l'intero periodo di rimborso del prestito mentre per il capitale circolante sarà legato ai termini di pagamento e di incasso dei fornitori e di stabilizzazione dei livelli del magazzino, ossia fino a quando avrà raggiunto il nuovo livello di equilibrio.

Gli indici di bilancio più significativi per queste analisi sono:

- il rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi, il rapporto tra indebitamento a breve ed indebitamento a lungo
- la copertura delle immobilizzazioni nette con mezzi propri e indebitamento a lungo termine
- il *cash flow*, nuovamente un punto cardinale nella valutazione della finanziabilità del progetto perché questa è la fonte della liquidità necessaria per il rimborso del prestito
- il capitale circolante e tutti gli indici di rotazione.

Sicuramente l'approccio suggerito è minimale e rappresenta solo un piccolo passo avanti rispetto al non presentare nulla, ma in determinati contesti la banca non si aspetta certo di ricevere una serie di stati patrimoniali prospettici, né rendiconti finanziari.

5.4.6. I punti di riferimento per il Business Plan – i rischi

Ed infine uno sguardo ai rischi che l'azienda si trova e si troverà ad affrontare, sempre molteplici e ai quali le aziende di minori dimensioni sono più esposte perché meno strutturate per gestirli.

L'obiettivo minimo del *Business Plan* dovrebbe essere di comunicare alla banca che l'imprenditore ne è consapevole e che si è attrezzato per gestirli, ha inoltre una visione completa della sua attività, la cosiddetta “*helicopter view*”, nonché persone e strumenti adeguati a gestirla in questi momenti di turbolenza.

Di seguito li esponiamo per grandi categorie, ma andranno con ben diverso approccio presentati:

- a) rischi legati all'insolvenza dei clienti e all'obsolescenza del magazzino;
- b) sicurezza delle relazioni con le altre banche e istituti finanziari;
- c) sicurezza delle relazioni con i principali fornitori e clienti, soprattutto quelli non facilmente sostituibili;
- d) rischi normalmente coperti da assicurazioni che devono essere adeguate;
- e) rischi legati al rispetto della normativa sia relativamente alla produzione che ai mercati di sbocco;
- f) i rischi esogeni legati all'andamento delle materie prime, dei cambi, alla geopolitica ecc.

CONCLUSIONI. IL BUSINESS PLAN STRUMENTO PER LA CONTINUITÀ E PER LO SVILUPPO^(*)

Uno sguardo complessivo alla redazione del BP per le PMI

La capacità di guardare avanti rappresenta la sfida che l'imprenditore si trova ad affrontare sempre, e tale capacità diventa critica soprattutto in periodi perturbati. Valutare le conseguenze delle scelte da implementare rappresenta un fattore essenziale nella stessa valutazione della fattibilità del progetto, per il quale si redige il *Business Plan* (BP).

Attraverso il BP l'imprenditore comunica ai soggetti di cui si ricerca la collaborazione e il supporto, siano essi banche, fondi di investimento, o solo i creditori, il suo modello di impresa e il livello di coinvolgimento richiesto agli interlocutori.

In questa dimensione il BP è uno strumento flessibile di simulazione della dinamica aziendale, proiettata nell'orizzonte temporale coerente con il progetto che viene presentato ai "finanziatori". Il piano pertanto deve considerare un orizzonte di medio termine, inteso come quel periodo che permetterà all'azienda, secondo la fase del ciclo di vita nel quale si trova ad operare (*Start-up*, ampliamento, diversificazione, ristrutturazione, cessione, altro).

Obiettivo del piano è comunicare a coloro, di cui si chiede la condivisione, la tipologia del proprio *business*, la complessità organizzativa, gli obiettivi prefissati di un progetto imprenditoriale, di cui è necessario valutarne la fattibilità strategica e finanziaria, al fine di contenere e ridurre gli errori.

^(*) A cura di Carlo Arlotta, Presidente Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano; Elisabetta Coda Negozio, Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano; Francesco Aldo De Luca, segretario Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano e Alessandra Tami, vice presidente Commissione Finanza e Controllo di Gestione ODCEC Milano.

L'adozione del BP, quale strumento di lavoro, comporta quindi la condivisione di un'idea, di un progetto e delle relative analisi. Non può essere la ripetizione automatica di scelte adottate in altri BP, ma tener conto delle specificità delle diverse situazioni, con l'obiettivo della formalizzazione di un documento corretto e trasparente, che consenta di verificare la fattibilità del progetto, evidenziando i punti di forza e debolezza, le strategie alternative e le criticità dello stesso.

Nel segnalare che il BP non rappresenta “certezze e valori assoluti”, si ricorda che rimane essenziale la sua predisposizione nel rispetto dei criteri e principi che favoriscano la “corretta” redazione a partire dalla congruità dei dati, tenendo anche conto che tale documento deve trovare, in diverse situazioni, l'asseverazione da soggetti esterni indipendenti.

L'esperienza suggerisce che fattore di successo di un BP è che le persone coinvolte nella sua redazione, il gruppo di lavoro spesso formato da soggetti interni all'organizzazione e da consulenti esterni, abbiano la capacità di interagire e di comunicare tra loro, al fine di rendere compatibili e coerenti le rispettive scelte.

La redazione di un BP, sia per uso interno (strumento di analisi) che esterno (strumento di comunicazione), richiede, in sintesi, specifiche conoscenze tecniche e di R&D, commerciali e di mercato, legislative, ambientali, finanziarie, fiscali e la capacità di elaborare questo insieme di informazioni/dati.

L'imprenditore redige il BP per capire e razionalizzare le proprie idee, verificandone la fattibilità economica e finanziaria, limitando la soggettività nel processo decisionale (l'iniziativa è possibile?), come anche per destinarlo a potenziali investitori, ad istituti di credito, soci, fornitori, altri, affinché possano vagliare compiutamente il progetto imprenditoriale e, conseguentemente, orientare le proprie scelte.

Prassi e dottrina, pur sottolineando la specificità di ogni progetto e quindi le difficoltà di addivenire a un unico modello di BP, propongono la necessità di schemi minimali, con contenuti chiari e non prolissi, in grado di catturare l'interesse dell'interlocutore.

Per redigere un BP occorre conoscere l'azienda nel suo complesso (storia, *performance*, punti di forza e debolezza, *management*, processo produttivo, prodotti/servizi, ...), ed i relativi obiettivi, individuando le corrette leve gestionali per tradurre “operativamente” gli obiettivi stessi. Dottrina e prassi concordano nel sottolineare che il progetto deve esplicitare le scelte che si prefiggono di operare, ovvero:

- in quale mercato competere (dove),
- con quali prodotti/servizi (come),

- *make or buy*
- con quale orizzonte temporale (quando),
- con quale propensione all'innovazione (perché),
- con quali risorse finanziarie.

Le leve gestionali sono strumenti di “monitoraggio” che permettono la verifica ed il controllo della dinamica aziendale, sia mediante parametri qualitativi (soddisfazione del cliente, innovazione del prodotto, ...), che quantitativi (quali ad esempio il fattore di crescita, il controllo dei rendimenti produttivi, utilizzo della capacità produttiva, ...).

Il BP è, quindi, la risultante dei componenti qualitativi (storia impresa, prodotti, quota di mercato, strategia di sviluppo e relative scelte, ...) e quantitativi (redditività, quale dinamica del profitto: reddito dell'attività *core business*; entità degli attivi e struttura delle fonti: ciclo commerciale) del progetto in essere e, in senso lato, della dinamica aziendale. Tanto più i dati prospettici differiscono da quelli storici e quanto più sono ambiziosi gli obiettivi del piano, tanto più sarà necessario disporre di elementi a sostegno della loro credibilità.

Il BP va inteso quindi come strumento di guida: occorrerà verificare l'evoluzione della performance rispetto al BP iniziale per analizzare le variazioni, le cause e definire i relativi interventi correttivi. I parametri da valutare, ad esempio, sono la dinamica del profitto (reddito attività *core business*, solidità) e della struttura dell'attività, che corrisponde alla qualità degli attivi e della struttura patrimoniale, attraverso l'analisi del ciclo commerciale e dell'*asset management*.

L'esperienza suggerisce che il BP deve inserirsi in un sistema di controllo di gestione aziendale adeguato.

Pertanto per l'azienda si pone spesso la necessità e l'opportunità di investire nel sistema di controllo di gestione, per integrare i sistemi di pianificazione, *reporting*, contabilità direzionale e di tradurre, in termini operativi, le strategie aziendali, tenuto conto dello stadio aziendale in cui si colloca il progetto.

Per esempio un piano di ristrutturazione dovrà definire le scelte per il miglioramento della redditività operativa, per innovare l'azienda, definendo parametri che riflettono l'introduzione di nuovi prodotti, la loro incidenza sul fatturato, ...

È necessario ribadire come i principi generali previsti per la redazione del BP siano:

- **chiarezza**: il BP deve essere un documento comprensibile e di semplice lettura, non ridondante, dispersivo e prolisso;
- **completezza**: il progetto aziendale deve coinvolgere tutte le

funzioni/aree dell'impresa, individuando le interferenze “determinanti e strumentali” (nell’ottica causa-effetto) del progetto stesso, verificando le rispettive compatibilità; il BP, infatti, contiene:

- la descrizione del progetto imprenditoriale (contenuti e modalità di sviluppo temporale) e del prodotto/servizio;
- la storia dell’azienda, dei soci e degli amministratori;
- la struttura organizzativa dell’azienda, le risorse umane e relative analisi,
- lo studio del mercato e le scelte di *marketing*; il piano delle vendite del prodotto/servizio;
- il processo produttivo e la gestione dei rifiuti e scarti (smaltimento e/o riutilizzo) e se rilevante/significativa la descrizione degli aspetti ambientali e di sicurezza; l’analisi del *know-how* e delle licenze d’uso; la logistica;
- il piano degli investimenti e le relative risorse;
- l’analisi della struttura finanziaria;
- l’indicazione dei punti di forza e di debolezza del progetto;
- le previsioni patrimoniale-economiche-finanziarie;
- le considerazioni conclusive.

- **affidabilità**: devono essere affidabili i processi con cui si formulano le proiezioni e le relative conclusioni; quindi, tutto il processo di raccolta dati/informazioni e la successiva elaborazione deve essere affidabile:

- i dati raccolti/informazioni devono essere documentati;
- l’elaborazione dei dati/informazioni deve essere “sistematica”
- conseguentemente, deve essere controllabile il processo di analisi dei dati.

- **attendibilità**: Il BP deve essere attendibile, nel senso che i singoli elementi utilizzati devono essere tra loro compatibili, coerenti e ragionevoli.

Questo principio richiede la verifica della congruità delle risorse (tipologia, allocazione e relativa disponibilità sia nella quantità/qualità che nel tempo), e del processo produttivo previsto (impiego risorse e relativa combinazione in linea con il processo).

Oltre alla verifica delle risorse e del loro impiego, occorre anche valutare l’attendibilità del piano (obiettivi e relativi risvolti) e le relative criticità;

- **neutralità**: la redazione del BP non deve essere “influenzata” da elementi non dichiarati.

- **trasparenza**: secondo il principio della trasparenza, percorrendo a ritroso ogni elaborazione, si deve poter identificare la fonte di ogni

dato/informazione. Il BP deve disporre di un livello di dettaglio che consenta la comprensibilità dell'elaborato.

È importante che l'imprenditore, attraverso anche i suoi consulenti, disponga delle informazioni macro e micro-economiche. Le informazioni macroeconomiche riflettono le condizioni politiche, economiche e sociali del paese/i dove opera l'impresa, e le relative fonti informative sono generalmente esterne all'azienda e rese disponibili da banche dati, Istituzioni e/o organizzazioni, quali ad esempio Associazioni di categoria, CCIAA, stampa specializzata, Banche dati, Gazzette Ufficiali nazionali ed UE, Istat, ABI, SACE, oltre che dalle corrispondenti strutture estere. Da tali fonti informative si derivano informazioni su:

- evoluzione tassi interesse crediti/debiti; inflazione, fiscalità diretta/indiretta, proiezioni prezzi materie prime, ...,
- analisi di mercato e del settore di attività (concorrenza, mercato di nicchia, ...),
- normative di settore nazionale ed internazionale,
- finanza agevolata.

I fattori microeconomici sono quelli interni all'azienda.

Gli elementi devono essere considerati nella loro complessità (economici, patrimoniali, finanziari, produttivi, amministrativi, fiscali), tenendo conto delle specificità aziendali.

Importante per la discussione e accettazione del BP da parte degli interlocutori che lo stesso non presenti errori di redazione, che ne riducano la significatività, quali, ad esempio, la mancanza di una logica interna, l'inserimento di asserzioni non supportate, la focalizzazione sulla tecnologia e non sul *business*, la non considerazione della concorrenza e del *trend* e prospettive del settore di attività. Inoltre, è determinante la redazione dell'*Executive Summary* che riepiloghi il progetto d'investimento ed "invogli" la lettura ed analisi dell'intero progetto.

Redigere un BP significa, quindi:

- a. verificare l'attendibilità dei dati,
- b. disporre di ipotesi generali e specifiche,
- c. definire una struttura logica del piano:
 - orizzonte temporale,
 - economie e diseconomie di scala e breve e/o a medio,
 - struttura dei costi per prodotto/servizio (classificati per ciclo di vita),
 - le leve gestionali che incidono sulla redditività e sulla crescita (es. nuovi prodotti, crescita, utilizzo capacità produttiva, rendimenti produttivi e relativi controlli, ...),

- agevolazioni: condizioni e relativi effetti.
- d. verificare la fattibilità economica e finanziaria (alternative, check costi, veridicità flussi di cassa a breve e medio, punti di forza e debolezza, relazioni con società del gruppo, *sensitivity analysis* - studio delle variazioni del valore dell'azienda al variare di uno o più parametri che lo determinano).

L'esperienza suggerisce come il BP non possa nascere dal nulla: sarebbe opportuno che le aziende valutassero l'opportunità di migliorare i loro sistemi di amministrazione e controllo, per disporre di piani finanziari prospettici per conoscere il fabbisogno finanziario (stima) e la capacità dell'azienda di essere in grado di osservare puntualmente le scadenze, attraverso l'ordinaria attività.

La redazione del BP deve inoltre tener conto di eventi potenziali (cigni neri), che possono compromettere il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Critico è quindi il monitoraggio delle tipologie di rischio e delle relative interrelazioni a cui è soggetta l'impresa.

I lettori del documento si attendono che il BP riporti informazioni su come l'azienda si prefigge di affrontare i rischi, che possono essere classificati nelle seguenti quattro principali categorie:

- **rischi strategici**: sono connessi alle strategie operate che permettono all'azienda di raggiungere gli obiettivi stabiliti (es. cambiamento di mercato di riferimento, ingresso nuovi operatori, introduzione di nuovi prodotti/servizi, ...);
- **rischi operativi**: derivano dallo svolgimento dell'attività d'impresa e dagli errori che potrebbero manifestarsi in seguito al non corretto funzionamento del processo produttivo e/o erogazione del servizio, a cause esterne o interne (es. comportamenti non leciti, frodi interne; violazioni degli adempimenti previsti dalla normativa interna ed esterna all'impresa);
- **rischi finanziari**: facilmente individuabili, comprendono il rischio di credito, i rischi di mercato (tra cui il rischio di cambio, di tasso di interesse, di prezzo delle materie prime) ed il rischio di liquidità;
- **rischi puri**: derivano prevalentemente dall'esterno e non sono quindi connessi con l'attività aziendale, ma possono danneggiare l'andamento gestionale; per questi rischi, che sono i soli assicurabili, informazioni sulla loro copertura sono essenziali nel piano.

I rischi sono anche:

- misurabili e osservabili (concorrenza, mercato, *business*, ambiente, ...)

– non misurabili o cosiddetti intangibili: adeguatezza delle risorse in grado di costruire o mantenere nel tempo il valore dell'azienda (ideazione, realizzazione, valorizzazione).

L'analisi dei rischi e dei relativi effetti dovrebbe svolgersi sia nella fase progettuale del piano, quale parte integrante del progetto, sia durante la durata del piano (con attenzione al breve e m/t).

Il BP deve contenere le risposte ad alcune problematiche che sono alla base della fattibilità del piano stesso:

- l'azienda avrà abbastanza liquidità per ottemperare regolarmente alle proprie obbligazioni quando queste giungeranno a scadenza? => rischio liquidità

- i prezzi dei fattori produttivi dell'azienda presentano variabilità elevata? e i prezzi dei prodotti finiti? => rischio variabilità prezzi

- l'azienda vende a credito? il portafoglio clienti è ampio o ristretto? => rischio di controparte

- sono previste variazioni nella regolamentazione del settore in cui opera l'azienda? => rischio regolamentare

- i sistemi di controllo aziendali sono idonei a prevenire errori umani, frodi e guasti nei sistemi IT? => rischio operativo.

Se queste informazioni (il cui elenco non è esaustivo) sono essenziali in un piano per una *Start-up* piuttosto che per lo sviluppo o consolidamento di un'azienda, sono altrettanto rilevanti nei piani di risanamento delle imprese in crisi.

Inoltre, alcuni elementi che caratterizzano la redazione di un BP per operazioni di ristrutturazione, sia nella parte qualitativa, che quantitativa, sono, a titolo indicativo e non esaustivo, di seguito indicati:

- **parte qualitativa:** è necessario illustrare le cause della crisi (interne e/o esterne), le ipotesi strategiche di risanamento e le relative condizioni di realizzabilità, le attività di ristrutturazione economica e/o operativa, lo stato di liquidità e solvibilità conseguenti anche alla dismissione di *assets*, le operazioni di razionalizzazione dei costi, le attività destinate al recupero dell'efficienza aziendale);

- **parte quantitativa:** è necessario che le proiezioni economiche-finanziarie, il piano finanziario e di ristrutturazione delle passività, il bilancio previsionale (conto economico e stato patrimoniale), il rendiconto finanziario (proiezione dei flussi finanziari), prospetto dei flussi di cassa (a supporto dei fabbisogni della liquidità), facciano riferimento alla situazione di appartenenza dell'azienda, adeguatamente verificata, e tengano conto delle evoluzioni previste di scenario, tenuto conto che il programma di risanamento di un'azienda in crisi può

realizzarsi attraverso interventi;

- **esterni**, che corrispondono ad operazioni di ricapitalizzazione, di conversione di debiti in capitale di rischio, rinegoziazione delle condizioni dell'indebitamento bancario/finanziario, consolidamento del debito da debito a breve a debito a m/l, erogazione di nuova finanza;
- **interni**, che si manifestano con la dismissione di *assets* considerati non più strategici, scelte imprenditoriali rivolte al miglioramento dell'efficienza produttiva, focalizzazione sulla capacità di autofinanziamento;
- **promiscui**, cioè derivanti dalla combinazione dei fattori interni ed esterni.

La prassi suggerisce che l'equilibrio economico finanziario in caso di ristrutturazione dovrebbe essere raggiunto nell'arco di 3/5 anni, periodo necessario per valutare anche gli effetti economici e finanziari conseguenti alle scelte strutturali effettuate. Essenziale tuttavia appare l'implementazione di strategia adeguate per la riorganizzazione della struttura organizzativa, in termini di risorse umane e di governance.

Il BP diventa quindi uno strumento di condivisione di obiettivi, per garantire la continuità aziendale, per le realtà che presentano situazioni di crisi, lo sviluppo sostenibile per le realtà impegnate in processi di crescita. Non è quindi un documento che può essere redatto a tavolino dal consulente, ma richiede la partecipazione dell'imprenditore, dei suoi collaboratori, e la condivisione di valori con gli interlocutori esterni.

Tuttavia il ruolo del dottore commercialista consulente d'impresa rimane importante, al fine di valutare insieme all'imprenditore la correttezza e l'attendibilità delle informazioni contabili di base, sostenere l'imprenditore nella ricerca delle informazioni di scenario necessarie per impostare piani fattibili, sensibilizzare l'imprenditore sul fatto che scelte di attenzione all'ambiente, al personale, alla collettività possono favorire la stessa fattibilità del piano, in quanto sostenibilità ambientale e sociale sono il presupposto per la sostenibilità finanziaria: l'esperienza, che proviene anche da molti casi di crisi, suggerisce come sostenibilità faccia rima con solidità.

Ambiti differenti, declinazioni diverse del BP

In conclusione, la trattazione adottata in questo lavoro tende volutamente a suggerire modalità di redazione del BP in funzione di ambiti particolari di utilizzo.

È nostra convinzione infatti che lo strumento BP si presti a declinazioni funzionali alla finalità che esso intende facilitare.

È del tutto evidente che deve essere delineato uno schema di base, con caratteristiche sempre presenti, ma nel contempo ogni particolare ambito debba sollecitare il redattore a porre l'accento su questo o quell'aspetto, in modo che venga efficacemente percepito dai destinatari.

NUMERI PUBBLICATI

Anno 2007

- n nr. 1 L'amministrazione nelle S.r.l. • *Simone Alodi*
- n nr. 2 Lo Statuto dei diritti del contribuente • *Alessandro Turchi*
- n nr. 3 Finanziamento dei Soci • *Giorgio Zanetti*
- n nr. 4 Le norme del codice di procedura civile applicabili al Processo Tributario • *Paolo Brecciaroli*
- n nr. 5 Bilancio e misurazione della performance delle organizzazioni non profit: principi e strumenti • *Marco Grumo*
- n nr. 6 La normativa Antiriciclaggio. Profili normativi, obblighi ed adempimenti a carico dei dottori commercialisti • *Gian Gaetano Bellavia*
- n nr. 7 Limiti dell'informativa societaria e controllo dei bilanci infrannuali • *Roberta Provasi, Daniele Bernardi, Claudio Sottoriva*
- n nr. 8 La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • *Ernersto Franco Carella*
- n nr. 9 L'introduzione dei Principi contabili internazionali e il coordinamento con le norme fiscali • *Mario Difino*
- n nr. 10 La governance delle società a partecipazione pubblica e il processo di esternalizzazione dei servizi pubblici locali • *Ciro D'Aries*
- n nr. 11 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • *Ambrogio Piccoli*
- n nr. 12 Il bilancio sociale nelle piccole e medie imprese • a cura di *Adriano Propersi*
- n nr. 13 Le parti e la loro assistenza in giudizio • *Mariacarla Giorgetti*

Anno 2008

- n nr. 14 Il nuovo ordinamento professionale: guida alla lettura del d.lgs n. 139 del 28 giugno 2005 • a cura della Commissione *Albo, Tutela e Ordinamento α 2005-2007*
- n nr. 15 Carta Europea dei diritti del contribuente • a cura della Commissione *Normative Comunitarie 2005-2007*
- n nr. 16 Elementi di procedura civile applicati alle impugnazioni del processo tributario • *Mariacarla Giorgetti*
- n nr. 17 Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro: il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento • *Carlo Arlotta*

- n nr. 18 Controlled Foreign Companies Legislation: Analisi comparata negli stati comunitari • *Sebastiano Garufi*
- n nr. 19 Il codice di condotta EU: Finalità e analisi comparativa a livello europeo • *Paola Sesana*
- n nr. 20 Il dottore commercialista e la pianificazione e il controllo nella PMI • *Aldo Camagni, Riccardo Co da, Riccardo Sclavi*
- n nr. 21 La nuova relazione di controllo contabile (art. 2409 ter del Codice Civile) • *Daniele Bernardi, Gaspare Insaudo, Maria Luisa Mesiano*

Anno 2009

- n nr. 22 L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option? • *Vito Marraffa*
- n nr. 23 Norme ed orientamenti rilevanti della Revisione Contabile • *Maria Luisa Mesiano, Mario Tamborini*
- n nr. 24 Gli accordi giudiziali nella crisi d'impresa • *Cesare Zafarana, Mariacarla Giorgetti, Aldo Stesuri*
- n nr. 25 Il bilancio consolidato e le scritture di consolidamento • *Francesco Grasso, Paolo Terazzi*
- n nr. 26 Conciliazione e mediazione: attualità legislative e profili operativi • *Aldo Stesuri*

Anno 2010

- n nr. 27 La crisi d'impresa - L'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art. 67, 3° comma, lettera d) L.F. • *Commissione Gestione Crisi d'Impresa e Procedure Concorsuali*
- n nr. 28 Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) seconda edizione • *Ambrogio Picolli*
- n nr. 29 L'arbitrato - Analisi e commenti dalla recente prassi • *Commissione Arbitrato - a cura di Alessandro Augusto*
- n nr. 30 Il bilancio di sostenibilità delle multiutilities: esperienze a confronto • *Commissione Bilancio Sociale - a cura di Francesco Randazzo, Cristiana Scenna, Gabriele Badalotti, Eros A. Tavernar*
- n nr. 31 La riforma della revisione legale in Italia: una prima analisi del D.Lgs. 39 del 27 gennaio 2010 • *Commissione Controllo Societario - Gruppo di lavoro: Daniele Bernardi, Antonella Bisestile, Alessandro Carturani, Annamaria Casasco, Gaspare Insaudo, Luca Mariani, Giorgio Morettini, Marco Moroni, Gianluca Officio, Massimiliano Pergami, Roberta Provasi, Marco Rescigno, Claudio Sottoriva, Mario Tamborini*
- n nr. 32 Obbligo P.E.C. - Opportunità e problematiche per gli studi professionali • *Commissione Informatica e C.C.I.A.A. - Gruppo di lavoro: Fabrizio Baudo, Davide Campolunghi, Filippo Caravati, Alberto De Giorgi, Gianluca De Vecchi, Pietro Longhi, Daniele Tumietto*
- n nr. 33 Nuova tariffa professionale - Commento alle modifiche intervenute • *Mario Tracanella*

Anno 2011

- n nr. 34 Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS • *Riccardo Bauer, Claudia Mezzabotta*
- n nr. 35 Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia • *Commissione Finanza e Controllo di Gestione - Gruppo di lavoro: Carlo Arlotta, Franco Bertolotti, Elisabetta Co da Negozio, Carlo Pesaro, Giorgio Venturini*
- n nr. 36 La mediazione civile – Novità normative e contesto operativo • *Gruppo di studio Commissione Mediazione e Conciliazione - a cura di Maria Rita Astorina e Claudia Mezzabotta*
- n nr. 37 La mediazione civile – Le tecniche di gestione dei conflitti • *Gruppo di studio Commissione Mediazione e Conciliazione - a cura di Maria Rita Astorina e Claudia Mezzabotta*
- n nr. 38 Caratteri e disciplina del concordato fallimentare • *Carlo Bianco, Mariacarla Giorgetti, Patrizia Riva, Aldo Stesuri, Cesare Zafarana*
- n nr. 39 Remunerare gli amministratori - Compensi incentivi e governance • *Gianluigi Boffelli*

Anno 2012

- n nr. 40 Scritti di Luigi Martino • *Comitato Editoriale - a cura di Gianbattista Stoppani e Dario Vêlo*
- n nr. 41 Aspetti fiscali delle operazioni straordinarie per i soggetti IAS/IFRS • *Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di Emanuela Fusa*
- n nr. 42 L'accertamento tecnico dell'usura per le aperture di credito in conto corrente • *Commissione Banche, Intermediari Finanziari e Assicurazioni - a cura di Marco Capra, Roberto Capra*
- n nr. 43 Il nuovo concordato preventivo a seguito della riforma • *Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali*
- n nr. 44 Introduzione all'Istituto del Trust • *Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni*
- n nr. 45 Ambiti di applicazione del Trust • *Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni*

Anno 2013

- n nr. 46 Arbitro Bancario Finanziario • *Commissione Metodi ADR*
- n nr. 47 Il rischio di continuità aziendale nel bilancio IAS ed in quello OIC • *Commissione Principi Contabili - a cura di Girolamo Matranga*
- n nr. 48 La mediazione civile nelle liti fra soci: profili giuridici ed efficacia negoziale • *Commissione Metodi ADR - a cura di Maria Rita Astorina, Marcella Caradonna*
- n nr. 49 La fiscalità della produzione nelle fonti di energie rinnovabili • *Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di Federica Fiorani*
- n nr. 50 Il modello GBS 2013: lo standard italiano per la redazione del Bilancio Sociale • *Commissione Bilancio Integrato - a cura di Claudio Badalotti, Dario Vêlo, Gabriele Badalotti*

Anno 2014

- n nr. 51 I regolamenti applicativi del D.Lgs. 39/2010 sulla revisione legale dei conti emanati dal MEF • *Commissione Controllo Societario*
- n nr. 52 La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • *Commissione Cassa Previdenza Dottori Commercialisti - a cura di Ernesto Carella*

finito di stampare
nel mese di giugno 2014

3LB srl
Osnago (LC)

nr. 53.

La capacità di guardare avanti rappresenta la sfida che l'imprenditore si trova ad affrontare sempre, e tale capacità diventa critica soprattutto in periodi perturbati. Valutare le conseguenze delle scelte da implementare rappresenta un fattore essenziale nella stessa valutazione della fattibilità del progetto, per il quale si redige il *Business Plan* (BP). Attraverso il BP l'imprenditore comunica agli *Stakeholder* il suo modello di impresa e il livello di coinvolgimento richiesto agli interlocutori. Obiettivo del BP è comunicare a coloro, di cui si chiede la condivisione, la tipologia del proprio business, la complessità organizzativa, gli obiettivi prefissati di un progetto imprenditoriale, di cui è necessario valutare la fattibilità strategica e finanziaria.

La trattazione adottata in questo lavoro tende volutamente a suggerire modalità di redazione del BP in funzione di situazioni particolari. È nostra convinzione infatti che lo strumento BP si presti a declinazioni funzionali alla finalità che esso intende facilitare. Dopo aver delineato uno schema di base, facendo riferimento alle *best practice*, si sono approfonditi diversi ambiti di utilizzo, nella convinzione che il BP debba sollecitare il redattore a porre l'accento su questo o quell'aspetto, in modo che venga efficacemente percepito dai destinatari.

Francesco Aldo De Luca è Segretario della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'ODCEC di Milano. Dal 1994 si occupa di Sistemi di Controllo di Gestione, Contabilità Analitica, Reporting Direzionale, Sistemi di Business Intelligence. Vanta esperienze presso primarie società industriali e di consulenza, supporta le aziende nei processi di riorganizzazione e turnaround e cura la redazione di Piani Industriali e Business Plan. Ha svolto attività di docenza presso SDA Bocconi e l'Università di Verona.

Alessandra Tami è vicepresidente della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'ODCEC di Milano, professore associato di Bilancio presso la Scuola di Economia e Statistica dell'Università degli Studi di Milano-Bicocca. Le sue aree di ricerca vertono sulle valutazioni di bilancio e sull'analisi economico-finanziaria e *Environmental, Social and Governance* (ESG). Collabora con la SAF ODCEC Milano per le attività di formazione. Dottore Commercialista, collabora a progetti di turnaround aziendale. Ha pubblicato numerosi saggi e articoli sui temi dell'analisi finanziaria.